

Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Junio de 2025

Índice

EDITORIAL 3

INFORME 8

Contexto global

- 1 La actividad económica mundial se desacelera, lastrada por el aumento de la incertidumbre 9
- 2 Los niveles de incertidumbre se encuentran en máximos históricos en varias dimensiones 10
- 3 Por el momento, continúa el proceso de desinflación a escala global, apoyado en unos menores precios de la energía 11
- 4 Las divergencias en las perspectivas de inflación y de crecimiento a nivel internacional han impulsado la adopción de políticas monetarias diferenciadas en los últimos meses 12

Contexto económico de la UEM

- 5 La escalada del conflicto arancelario a principios de abril provocó un episodio de turbulencias financieras, que ha ido revirtiendo en las últimas semanas 13
- 6 En el área del euro, la actividad económica se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2025... 14
- 7 ... mientras que la inflación general mantiene una senda de moderación gradual 15
- 8 Los países de la UE están reforzando su gasto en defensa en respuesta a las crecientes amenazas geopolíticas 16
- 9 El BCE volvió a reducir los tipos de interés oficiales 25 pb en su reunión de junio 17

Economía española

- 10 La economía española se desaceleró levemente en el primer trimestre del año 18
- 11 La información coyuntural más reciente sugiere que el PIB español seguiría expandiéndose a un ritmo relativamente robusto en el segundo trimestre 19
- 12 El avance del empleo parece moderarse en el segundo trimestre, en un contexto en el que los flujos de salida del desempleo se encuentran en niveles máximos desde el inicio de la recuperación en 2013 20
- 13 El abaratamiento de la financiación bancaria ha continuado impulsando la demanda de crédito 21
- 14 La incertidumbre y el deterioro de la confianza estarían incidiendo negativamente sobre el consumo, que mantendría avances inferiores a los observados en 2024 22
- 15 Tras desacelerarse en el primer trimestre, se espera que la inversión muestre un mayor vigor relativo en los próximos meses 23
- 16 El sector exterior podría reducir su contribución al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, afectado por el aumento de la incertidumbre global y la escalada arancelaria 24

- 17 Los ingresos públicos continúan evolucionando de forma positiva y, ajustados de atípicos, superan el avance de los gastos 25
- 18 La evolución de los precios de la energía ha contribuido a reducir la inflación general en los últimos meses, mientras que la inflación subyacente sigue mostrando una mayor persistencia de la anticipada 26
- 19 La remuneración por asalariado se desaceleró en el primer trimestre de 2025, aunque los costes laborales unitarios mantuvieron la tendencia creciente iniciada a finales del año pasado 27
- 20 Las presiones inflacionistas internas permanecen relativamente estables, debido a un comportamiento contenido de los márgenes empresariales 28

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2025-2027) 29

- 21 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones 30
- 22 Se proyecta una ligera desaceleración en el ritmo de avance del PIB en los próximos trimestres 32
- 23 En los próximos años, el crecimiento de la actividad económica descansaría en el dinamismo de la demanda interna 33
- 24 En relación con las proyecciones de marzo, las actuales comportan una revisión a la baja de tres décimas en la tasa de crecimiento del PIB en 2025 y de una décima en la de 2026 34
- 25 La creación de empleo se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, aunque se espera que su ritmo de avance se reduzca, en línea con la ralentización de la actividad y con una cierta recuperación de la productividad por ocupado 35
- 26 Se mantiene la previsión de un déficit público del 2,8 % del PIB en 2025 y de un 2,6 % en el bienio 2026-2027 36
- 27 Se espera que la inflación general se acelere ligeramente en los próximos meses e inicie, tras el verano, una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 % 37
- 28 La inflación subyacente se mantendría por encima del 2,5 % a lo largo de 2025, con una persistencia mayor que la inicialmente prevista 38
- 29 Las proyecciones actuales implican una leve revisión a la baja de la tasa de inflación general en 2025, mientras que no existen cambios relevantes en las tasas previstas para 2026 y 2027 39
- 30 Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación con la inflación 40
- 31 Un recrudecimiento de la guerra comercial tendría un impacto adverso sobre la actividad en España y presionaría la inflación a la baja 41

EDITORIAL

Editorial

A lo largo del segundo trimestre del año, el devenir económico y financiero internacional ha estado condicionado fundamentalmente por los vaivenes de las tensiones comerciales y el aumento de la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas. El anuncio por parte de la Administración estadounidense de los denominados «aranceles recíprocos» el pasado 2 de abril desencadenó un episodio de fuertes turbulencias financieras, el aviso de medidas de respuesta por parte de algunas de las principales regiones afectadas —entre ellas, la Unión Europea (UE)— y una espiral de represalias comerciales sin precedentes entre Estados Unidos y China.

La suspensión, el 9 de abril, de la aplicación de algunas de las medidas arancelarias anunciadas por parte de Estados Unidos ha mitigado parcialmente las tensiones comerciales en las últimas semanas y ha disipado, en gran medida, el *shock* financiero inicial; no obstante, aún persisten muchas dudas sobre el desarrollo de la guerra comercial en curso. Las negociaciones mantenidas entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales ya han fructificado en algunos acuerdos —como los alcanzados con el Reino Unido y, de manera provisional, con China—, lo que pone de manifiesto la existencia de un cierto margen para la desescalada de las tarifas anunciadas el 2 de abril. En consecuencia, tanto los índices bursátiles de Estados Unidos y la UE como la volatilidad de los mercados financieros han recuperado los niveles de finales de marzo. No obstante, dichos mercados siguen siendo muy vulnerables a eventuales perturbaciones negativas que puedan tener lugar en las próximas semanas, en un contexto de posibles fluctuaciones en las conversaciones en marcha y en el que los indicadores de incertidumbre habituales permanecen en niveles máximos, por encima de los alcanzados en otros episodios previos de carácter sistémico, como la pandemia de COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania.

En un escenario tan complejo e incierto, la actividad mundial y, en particular, la de Estados Unidos comienzan a mostrar signos de desaceleración. La economía estadounidense se contrajo levemente en el primer trimestre de 2025, contracción atribuible, en parte, a un marcado repunte de las importaciones, que anticipó un posible giro hacia políticas más proteccionistas. Los indicadores coyunturales más recientes reflejan un notable deterioro de la confianza y de las expectativas de los consumidores en este país, si bien otras medidas que aproximan el vigor de la actividad a corto plazo —por ejemplo, la elaborada por la Reserva Federal de Atlanta y algunos indicadores del mercado de trabajo— sugieren que el PIB estadounidense volvería a registrar tasas de crecimiento positivas en los próximos trimestres. En todo caso, en los últimos meses el consenso de los analistas ha revisado sustancialmente a la baja sus previsiones de crecimiento para el PIB mundial y para el de Estados Unidos.

Al mismo tiempo, se observan indicios que apuntan a un posible deterioro de la economía estadounidense en otros ámbitos, como el fiscal y el monetario, lo que podría minar el

papel central que este país desempeña en el concierto global. En efecto, las políticas de la nueva Administración estadounidense han generado incertidumbre también en otros ámbitos. En particular, han aumentado las dudas sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas —por la previsión de mayores déficits presupuestarios—, así como sobre el curso futuro de su política monetaria. En este contexto, en el episodio de turbulencias financieras registrado a comienzos de abril, el dólar y la deuda soberana estadounidenses no desempeñaron su habitual papel de activos refugio. Más bien al contrario, el dólar ha registrado en los últimos meses una sensible depreciación, tanto frente al euro como en términos efectivos, mientras que la deuda soberana estadounidense a largo plazo ha experimentado un aumento apreciable en su rentabilidad, desarrollo al que también ha contribuido la rebaja en la calificación crediticia de Estados Unidos por parte de Moody's.

En el terreno de los precios, el proceso de desinflación a escala global sigue su curso, respaldado por la disminución de los precios de la energía. En los últimos meses, la pronunciada caída de los precios energéticos —resultado tanto de una mayor producción como de un menor dinamismo económico mundial— ha contribuido a prolongar la trayectoria descendente de las tasas de inflación a nivel global. Al mismo tiempo, la inflación subyacente ha permanecido relativamente estable. Se han incrementado, no obstante, las expectativas de inflación a futuro en Estados Unidos, reflejo de la política arancelaria adoptada en este país, al tiempo que China continúa exhibiendo presiones inflacionistas muy contenidas, en un contexto de ralentización gradual de su actividad económica, de ajuste prolongado en el mercado inmobiliario y de debilitamiento de la confianza de los consumidores.

A pesar del deterioro del entorno económico global, el escenario macroeconómico del área del euro a medio plazo se mantiene relativamente estable en comparación con lo previsto tres meses atrás. El crecimiento del PIB en el área del euro se aceleró al inicio de 2025 y exhibió un mayor dinamismo de lo esperado. En cualquier caso, una parte de esta sorpresa al alza vendría explicada por factores de naturaleza transitoria; en particular, por un efecto anticipación de las exportaciones europeas ante la expectativa de aranceles más altos en el futuro y por una extraordinaria volatilidad de los datos macroeconómicos en Irlanda. Con todo, en el ejercicio conjunto de previsiones del Eurosistema de junio se espera que la actividad del área del euro se acelere muy paulatinamente a lo largo de los próximos años, y que el PIB avance un 0,9 % en 2025, un 1,1 % en 2026 —una décima menos de lo previsto tres meses atrás, fundamentalmente por los efectos adversos del conflicto arancelario actual sobre la confianza de los agentes económicos— y un 1,3 % en 2027. Este patrón de crecimiento se vería favorecido, a partir de 2026, por el aumento del gasto en defensa e infraestructuras en la UE, vinculado, en gran medida, al reciente paquete de estímulo fiscal aprobado en Alemania.

Del mismo modo, a grandes rasgos, en la Unión Económica y Monetaria la inflación ha evolucionado en los últimos meses en línea con lo previsto, prolongando la senda de moderación gradual observada desde principios de año. En cualquier caso, las previsiones de inflación del Eurosistema se han revisado ligeramente a la baja para 2025 y 2026, hasta el 1,9 % y el 1,6 %, respectivamente, como resultado, principalmente, de la nueva trayectoria de los precios de la energía que descuentan los mercados de futuros.

Por su parte, la economía española mantuvo un ritmo de crecimiento sólido durante el primer trimestre de 2025, si bien experimentó una moderada desaceleración, que podría continuar también en el segundo trimestre. El PIB español avanzó un 0,6 % en el primer trimestre del año, una tasa que está levemente por debajo de la registrada en los dos últimos trimestres de 2024 —revisada ligeramente a la baja, hasta el 0,7 %— y que se sitúa en la parte baja del rango de crecimiento previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo —entre el 0,6 % y el 0,7 %—. De cara al segundo trimestre, los indicadores coyunturales más recientes apuntarían a un crecimiento del PIB de entre un 0,5 % y un 0,6 %.

Las perspectivas para la actividad económica española a futuro se han revisado a la baja, fruto, entre otros factores, del menor dinamismo que se proyecta ahora para los mercados exteriores y del impacto de la incertidumbre asociada al entorno comercial y a las políticas económicas. En concreto, la tasa de crecimiento del PIB prevista para 2025 se reduce en tres décimas, hasta el 2,4 %, mientras que el ritmo de avance del producto en 2026 se ajusta una décima a la baja, hasta el 1,8 %. En 2027, el PIB se expandiría un 1,7 %, tasa que se mantiene sin variaciones con respecto a lo contemplado en marzo.

En cuanto a los precios, se prevé una tasa de inflación general promedio en 2025 del 2,4 %, una décima menos de lo proyectado en marzo. Esta revisión obedece a dos factores que operan en sentido contrario. Por un lado, la reciente disminución de los precios de la energía —derivada de factores tanto de oferta como de demanda—, junto con unas perspectivas de menores precios futuros, ejerce una presión a la baja sobre la inflación general. Por otro lado, se anticipa una mayor persistencia de los precios de los servicios respecto a lo previsto anteriormente. Más allá de 2025, se espera que el proceso desinflacionario continúe en 2026, momento en que la tasa de inflación general promedio descendería hasta el 1,7 %. En 2027, en cambio, esta repuntaría hasta el 2,4 % debido, fundamentalmente, a la introducción prevista de un nuevo **régimen de comercio de derechos de emisión de la UE**.

El escenario central contemplado en las presentes proyecciones para la economía española está sujeto a un grado de imprevisibilidad excepcionalmente elevado, condicionado, entre otros factores, por la evolución de la guerra comercial. Un escenario hipotético de intensificación de las tensiones comerciales —en el que los aranceles quedan fijados en los niveles anunciados por la Administración estadounidense el pasado 2 de abril y se adoptan medidas de represalia por parte de los países afectados, y en el que se producen nuevas turbulencias financieras y se observa una mayor persistencia de la elevada incertidumbre actual— conllevaría un menor dinamismo de la actividad económica en nuestro país y unas tasas de inflación más reducidas.

En conjunto, el balance de riesgos en torno al escenario central de estas previsiones se considera orientado a la baja en términos de actividad y equilibrado en lo que respecta a la inflación. Además de la evolución de la guerra comercial y del comportamiento de los mercados financieros internacionales, el desempeño de la economía española en los próximos trimestres estará condicionado por dos factores nacionales particularmente inciertos. En primer lugar, si bien el escenario central de estas proyecciones ya recoge el aumento de la incertidumbre

y el deterioro de las expectativas observado recientemente, no se pueden excluir escenarios de menor confianza o con una traslación más desfavorable de esta a la actividad de lo contemplado en el escenario central. En segundo lugar, también existe una considerable incertidumbre acerca de la magnitud y composición de los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) y del gasto en defensa que se ejecutarán en la economía española en los próximos años, así como sobre su posible impacto macroeconómico. En el escenario central de estas proyecciones se sigue asumiendo una ejecución plena de todas las transferencias del MRR asignadas a la economía española. No obstante, el cercano final de este programa europeo exigirá una cierta aceleración en el despliegue de dichos fondos en 2025 y 2026. Por otro lado, de acuerdo con estimaciones del Banco de España, el efecto multiplicador sobre la actividad económica española del Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa, aprobado en abril, sería mayor que el contemplado en el escenario central de estas proyecciones si el gasto asociado a dicho plan se concentrara, en mayor medida de lo habitual en el pasado, en bienes de inversión de origen nacional.

Esquema 1

	2025	2026	2027
PIB	2,4 % ↓ 0,3 pp	1,8 % ↓ 0,1 pp	1,7 % =
Inflación	2,4 % ↓ 0,1 pp	1,7 % =	2,5 % ↑ 0,1 pp

FUENTE: Banco de España.

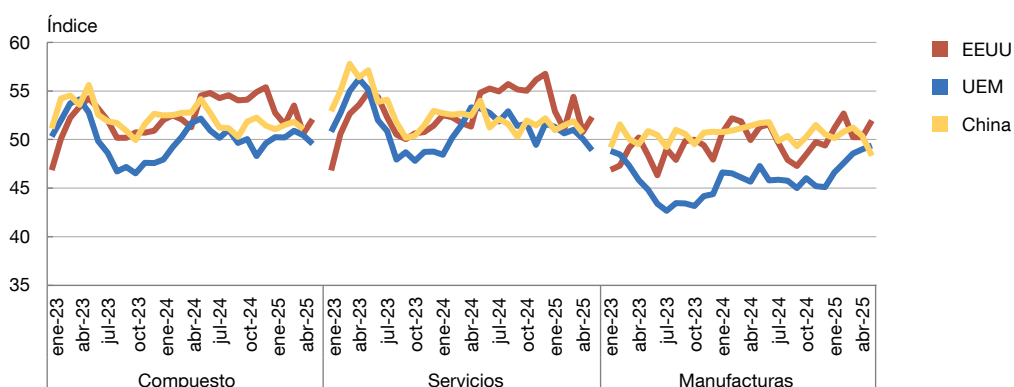
INFORME

1 La actividad económica mundial se desacelera, lastrada por el aumento de la incertidumbre

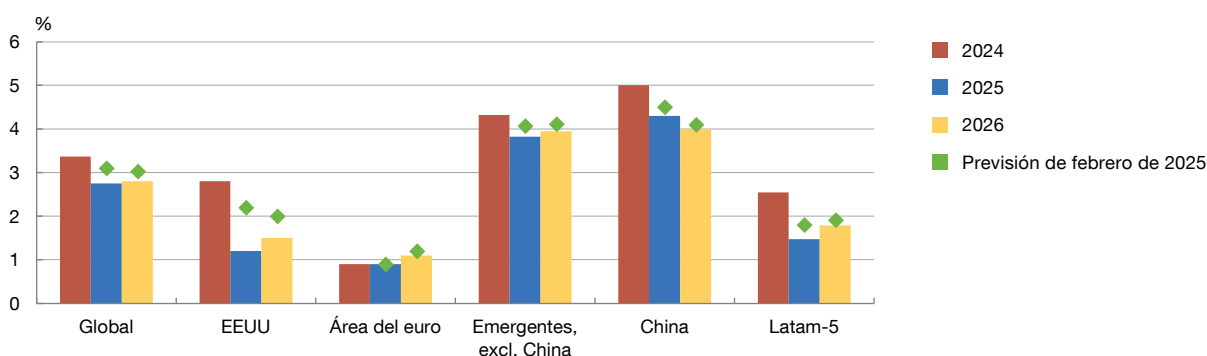
- El PIB mundial se desaceleró durante el primer trimestre de 2025, en un entorno de **incertidumbre muy elevada**, en especial sobre las políticas comerciales de la nueva Administración estadounidense. Esta desaceleración fue más acusada precisamente en Estados Unidos, donde el PIB se contrajo un 0,1 % en tasa intertrimestral —tras un crecimiento del 0,6 % a finales de 2024—, en parte debido a un proceso muy intenso de anticipación de importaciones. El avance del PIB también se ralentizó en China, hasta el 1,2 % intertrimestral, desde el 1,6 % registrado en el cuarto trimestre de 2024. En cambio, el **crecimiento del producto en el área del euro** se aceleró en una décima, hasta el 0,3 %.
- De cara a los próximos trimestres, el reciente dinamismo de las manufacturas en Estados Unidos, que se interpreta como un fenómeno transitorio —de adelanto de pedidos antes de un eventual mayor incremento de los aranceles—, contrasta con el deterioro de las manufacturas de China, que entran en terreno contractivo, con la pérdida de vigor generalizada en los servicios (gráfico 1.a) y con la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento global, especialmente en Estados Unidos y Latinoamérica (gráfico 1.b). Estas previsiones son coherentes con una desaceleración progresiva de la actividad en China y con una modesta aceleración en la UEM.

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI



1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (a)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

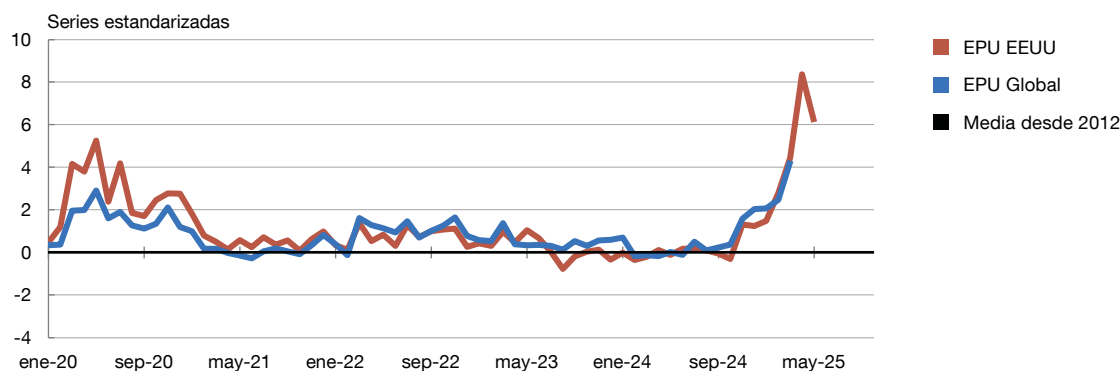
a Se comparan las previsiones de mayo de 2025, en barras, con las previsiones de febrero de 2025, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Latam-5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; en «Emergentes, excl. China»: «Latam-5», Argentina, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; por último, en «Global» se incluyen los anteriores países más China, Estados Unidos, Canadá, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y «Área del euro».

2 Los niveles de incertidumbre se encuentran en máximos históricos en varias dimensiones

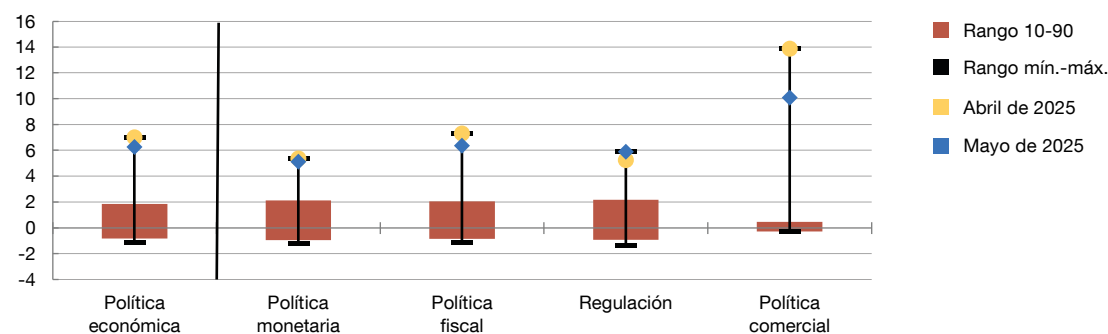
- El índice de incertidumbre global sobre las políticas económicas se situó en marzo muy por encima de su promedio histórico, pero también de los niveles alcanzados durante la pandemia de COVID-19 y el comienzo de la guerra de Ucrania (gráfico 2.a)¹. Este incremento ha sido especialmente marcado en el ámbito de la política comercial (gráfico 2.b) y tuvo su momento álgido tras el pasado 2 de abril, después del anuncio por parte de Estados Unidos de una subida arancelaria generalizada —los «aranceles recíprocos»—, si bien se ha corregido a la baja en mayo.
- No obstante, las políticas de la nueva Administración estadounidense han elevado los niveles de incertidumbre no solo en el ámbito comercial, sino también, por ejemplo, en materia fiscal, con unas perspectivas de mayores déficits en Estados Unidos y en un entorno ya de elevado endeudamiento. Unas perspectivas que, en cierta medida, también se observan en la UE, dada la necesidad de aumentar el gasto en **defensa** en la región.
- Por otra parte, la intención de la Administración Trump de desregular determinados sectores, incluido el bancario, ha supuesto, asimismo, una mayor incertidumbre en el ámbito regulatorio. Además, en toda esta coyuntura, con dudas considerables acerca de la evolución futura de la actividad y los precios, la incertidumbre sobre las políticas monetarias también ha repuntado de manera apreciable.

Gráfico 2

2.a Incertidumbre global



2.b Incertidumbre sobre la política económica en Estados Unidos



FUENTE: www.PolicyUncertainty.com a partir de datos de Scott R. Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). "Measuring Economic Policy Uncertainty". *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593-1636. <https://academic.oup.com/qje/article/131/4/1593/2468873>

NOTA: Estos datos son mensuales y se calculan como la ratio del número de noticias que contienen términos relevantes sobre política e incertidumbre en relación con la media histórica de dichos registros. Se puede acceder a ellos gratuitamente con la atribución a los autores, al artículo y al sitio web: https://www.policyuncertainty.com/categorical_epu.html.

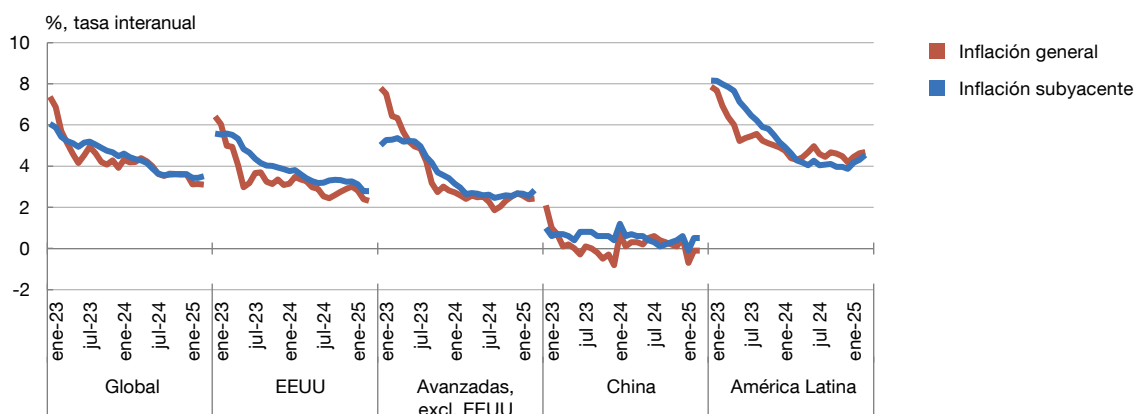
¹ Véase *Informe Anual 2024* del Banco de España para más detalle sobre estos índices.

3 Por el momento, continúa el proceso de desinflación a escala global, apoyado en unos menores precios de la energía

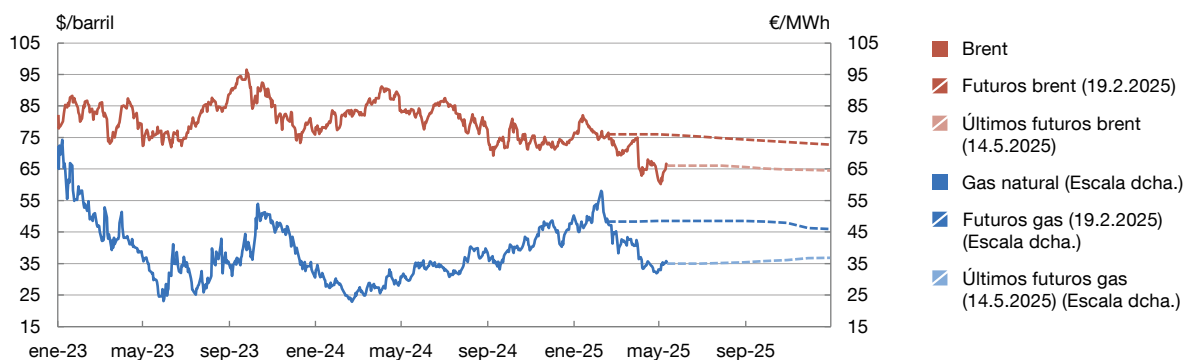
- En los dos últimos meses, la inflación general global ha disminuido hasta el 3 %, tasa que no se observaba desde 2021 (gráfico 3.a). Esta evolución ha estado determinada, fundamentalmente, por la marcada caída que han experimentado los precios energéticos (gráfico 3.b); una caída que se explica por las perspectivas de una **desaceleración económica global** y, en el caso del petróleo, por una mayor oferta, tras el último acuerdo de ampliación de la producción de la OPEP. En cualquier caso, la inflación subyacente ha permanecido estable a escala global en los últimos meses, aunque en niveles relativamente elevados.
- De cara al futuro, las expectativas de los consumidores sobre la inflación en Estados Unidos se han revisado al alza significativamente, si bien el dato más reciente ha mostrado cierta moderación. Así, los analistas esperan que la inflación ascienda hasta el 3,1 % en el promedio del año 2025, dos décimas por encima de la registrada el año anterior, lo que reflejaría, fundamentalmente, el impacto del aumento de los aranceles. En cambio, en China las presiones inflacionistas siguen siendo débiles —con una inflación general del -0,1 % en abril y una subyacente del 0,5 %— y, en un contexto de ajuste prolongado en el mercado inmobiliario y de debilitamiento de la confianza de los consumidores, no se anticipan cambios significativos para un futuro en estas dinámicas de los precios.

Gráfico 3

3.a Evolución de la inflación



3.b Precios y futuros gas y petróleo



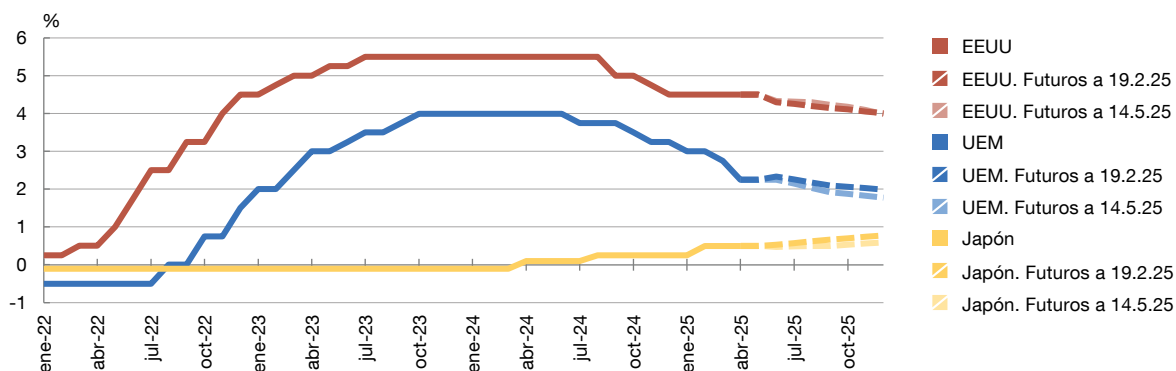
FUENTES: Estadísticas nacionales y LSEG.

4 Las divergencias en las perspectivas de inflación y de crecimiento a nivel internacional han impulsado la adopción de políticas monetarias diferenciadas en los últimos meses

- En las economías avanzadas, desde comienzos de este año se han producido recortes en los tipos de interés oficiales en el **área del euro**, Reino Unido y Canadá, entre otras. En cambio, en Estados Unidos, la Reserva Federal ha mantenido los tipos de interés estables desde diciembre de 2024 y, en su última reunión de política monetaria, ha señalado que, en un contexto en el que la incertidumbre ha aumentado, aprecia que los riesgos de un escenario de mayor desempleo e inflación han repuntado. Por su parte, el Banco de Japón también ha mantenido estables sus tipos de interés oficiales en los últimos meses, tras el aumento hasta el 0,5 % acordado en enero.
- Respecto a las economías emergentes, en Latinoamérica la mayoría de los bancos centrales —con la excepción del de Brasil— han reducido sus tipos de interés oficiales en los últimos meses, si bien han mantenido un tono restrictivo en sus políticas monetarias en la mayoría de los casos. Por su parte, el banco central de China ha relajado recientemente sus condiciones de financiación, como parte de las medidas de estímulo adoptadas por las autoridades de este país para hacer frente a la ralentización de su actividad económica.
- Las expectativas de los mercados financieros internacionales en cuanto a la evolución futura de la política monetaria de los principales bancos centrales mundiales apenas han variado recientemente. En particular, los mercados anticipan reducciones adicionales, aunque moderadas, de los tipos de interés oficiales tanto en el área del euro como en Estados Unidos para lo que resta de este año. Asimismo, los mercados descuentan que el Banco de Japón continuará en los próximos meses con su proceso de paulatino endurecimiento de su política monetaria ante las expectativas de un aumento de la inflación (gráfico 4.a).

Gráfico 4

4.a Tipos de interés oficiales observados y futuros (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Banco de España y Reserva Federal.

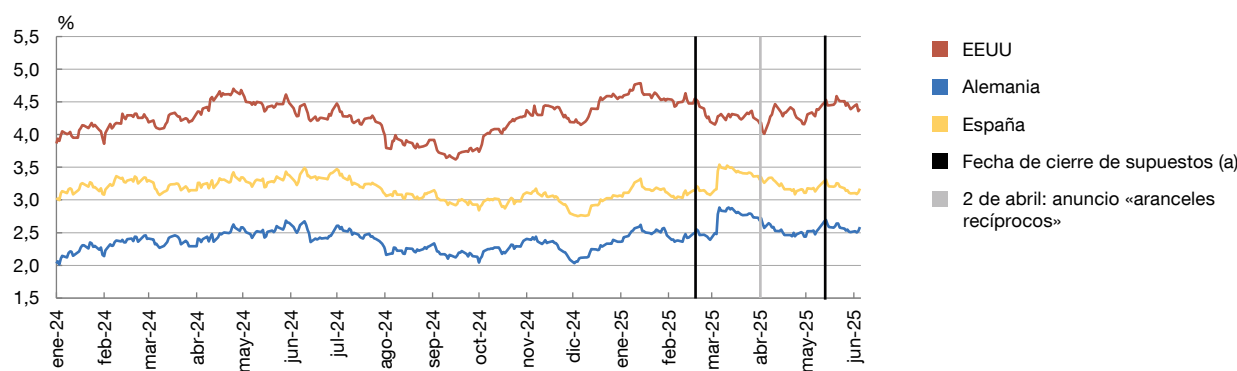
a Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés *overnight* del área del euro, futuros sobre el tipo de interés *overnight* de Japón).

5 La escalada del conflicto arancelario a principios de abril provocó un episodio de turbulencias financieras, que ha ido revirtiendo en las últimas semanas

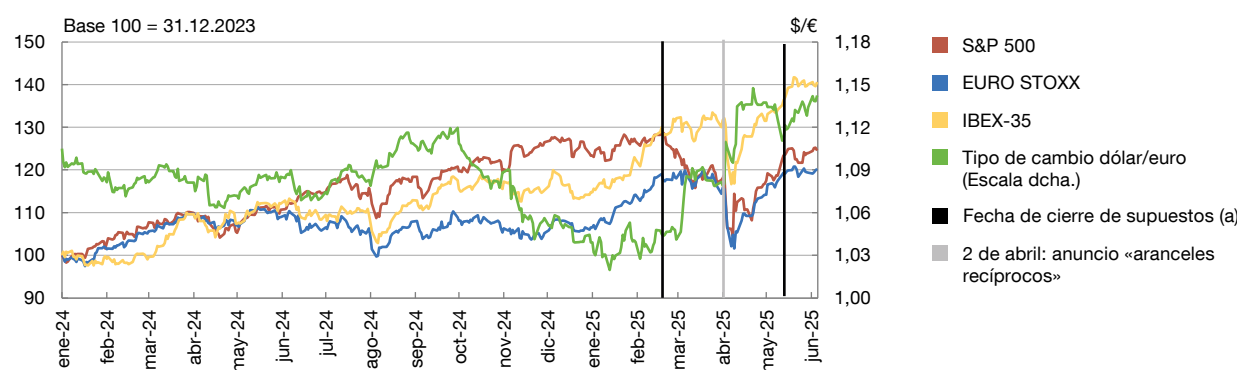
- El anuncio de los denominados «aranceles recíprocos» por parte de Estados Unidos el 2 de abril provocó una fuerte inestabilidad financiera global², con caídas intensas del precio de los activos con riesgo. A diferencia de episodios de volatilidad financiera pasados, el dólar se depreció y la rentabilidad de la deuda americana aumentó (gráfico 5.a). En cambio, la del *bund* alemán se redujo y ha ido corrigiendo el repunte que experimentó en marzo con el anuncio de un **nuevo plan de gasto en defensa e infraestructuras** en Alemania.
- En todo caso, este episodio de turbulencias comenzó a disiparse a partir del 9 de abril, tras el anuncio de una pausa temporal en algunas de las medidas arancelarias establecidas. Desde entonces, el precio de la mayoría de los activos financieros ha ido recuperando e incluso superando su nivel previo al 2 de abril (gráfico 5.b). Cabe destacar, sin embargo, que la rentabilidad de la deuda soberana estadounidense a largo plazo ha aumentado cerca de 20 pb desde finales de marzo —en medio de dudas sobre la situación fiscal del país y de una rebaja de su calificación crediticia por Moody's—. Asimismo, el euro se ha apreciado frente al dólar un 5,6 % en lo que va de trimestre —un 10 % en lo que va de año—.

Gráfico 5

5.a Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



5.b Índices bursátiles y tipo de cambio



FUENTE: LSEG Datastream. Última observación: 5 de junio de 2025.

a Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo (19 de febrero) y de junio de 2025 (14 de mayo).

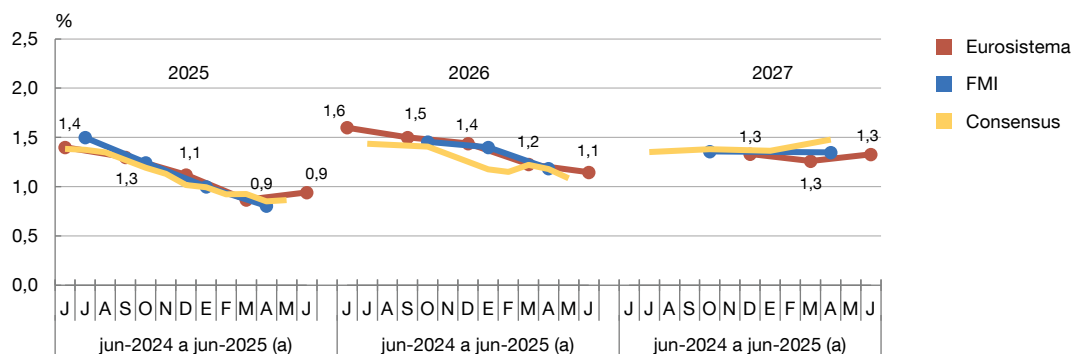
2 Para un mayor detalle, véase la sección 2.2.2 del *Informe Anual 2024* del Banco de España.

6 En el área del euro, la actividad económica se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2025...

- El PIB de la UEM aumentó su ritmo de crecimiento hasta el 0,3 % en el primer trimestre, una décima por encima de lo previsto y de lo observado en el trimestre anterior. Entre las grandes economías, Alemania y Francia recuperaron tasas de crecimiento positivas, tras la leve contracción de finales de 2024, mientras que el avance del PIB en Italia y **España** se mantuvo relativamente estable.
- Los indicadores coyunturales más recientes —como el PMI compuesto— sugieren que el avance del PIB podría perder vigor en los dos próximos trimestres, lo que refleja los efectos adversos de los elevados niveles de incertidumbre y de las tensiones comerciales actuales, pero también el hecho de que una parte del dinamismo reciente en las manufacturas respondería a un cierto adelanto de las exportaciones para tratar de evitar un eventual aumento arancelario, desarrollo que habría de compensarse en los próximos trimestres.
- Con todo, el escenario central del ejercicio de proyecciones de junio del Eurosistema mantiene inalterada la previsión de crecimiento del PIB de la UEM para 2025 —en el 0,9 %— y rebaja la de 2026 en una décima, hasta el 1,1 % (gráfico 6.a). Para 2027, el crecimiento repuntaría hasta el 1,3 %, cifra en línea con la previsión anterior.
- En este escenario central —que considera, entre otros aspectos, que los aranceles se mantienen en los niveles vigentes en la fecha de cierre de datos del ejercicio, sin represalias por parte de la UE, y que la incertidumbre retrocederá gradualmente, aunque permanecerá relativamente elevada— persiste la expectativa de una aceleración gradual de la actividad, sustentada en el gasto privado y en un cierto **impulso fiscal ligado al gasto público en defensa e infraestructuras**. En todo caso, se reconoce la extraordinaria incertidumbre sobre la materialización de este escenario, con riesgos muy relevantes tanto al alza como, especialmente, a la baja.

Gráfico 6

6.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: FMI, Consensus Economics y Eurosistema.

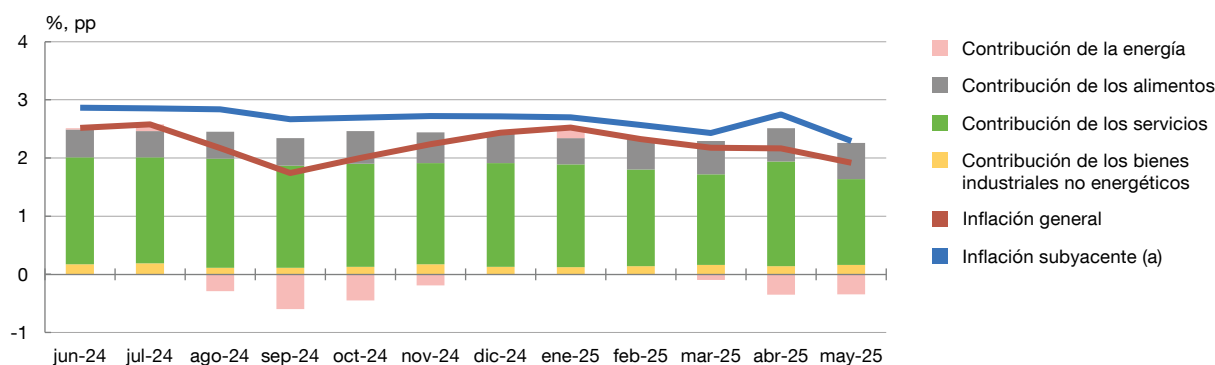
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

7 ... mientras que la inflación general mantiene una senda de moderación gradual

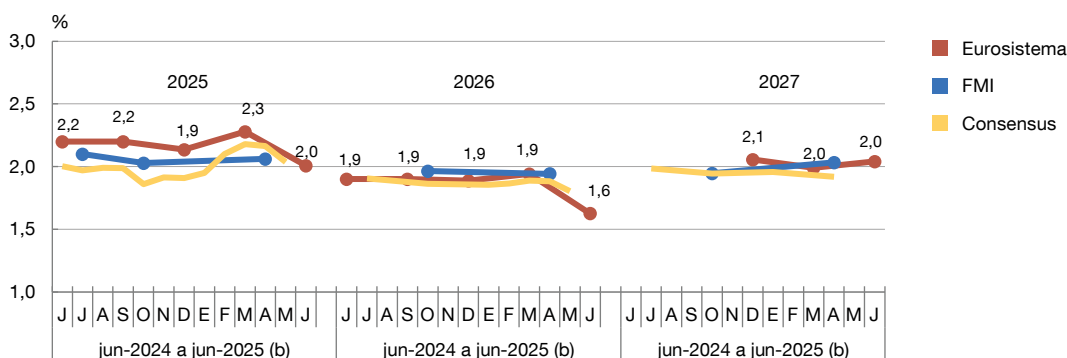
- La tasa de variación interanual del IAPC de la UEM se situó en el 1,9 % en mayo (gráfico 7.a), tres décimas por debajo del dato de abril y de lo anticipado en el ejercicio de proyecciones de marzo. Una sorpresa que se explica, fundamentalmente, por un dinamismo menor que el esperado en los precios de la energía, que solo fue compensado parcialmente por ciertas sorpresas al alza en la inflación de los alimentos y de los servicios
- En cuanto a la inflación subyacente, esta se redujo cuatro décimas en mayo, hasta el 2,3 %, lo que más que ha compensado el repunte observado en abril —debido a la fecha más tardía de la Semana Santa en 2025— y ha permitido recuperar la senda de moderación iniciada a comienzos de año. La inflación de los servicios —que en abril aumentó notablemente por la subida de los precios de los servicios ligados al turismo— se redujo ocho décimas en mayo, hasta el 3,2 %. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos han seguido manteniendo un ritmo de avance reducido en los últimos meses.
- Con respecto a lo anticipado en marzo, el ejercicio de proyecciones de junio del Eurosistema rebaja en tres décimas la previsión de inflación general tanto para 2025 —hasta el 2 %— como para 2026 —hasta el 1,6 %—, debido, principalmente, a una menor senda esperada para el precio de la energía y a la apreciación del euro. En 2027, la inflación repuntaría hasta el 2 %, en línea con la previsión anterior (gráfico 7.b)

Gráfico 7

7.a Inflación en el área del euro y contribución de los componentes



7.b UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: FMI, Consensus Economics, Eurosistema y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

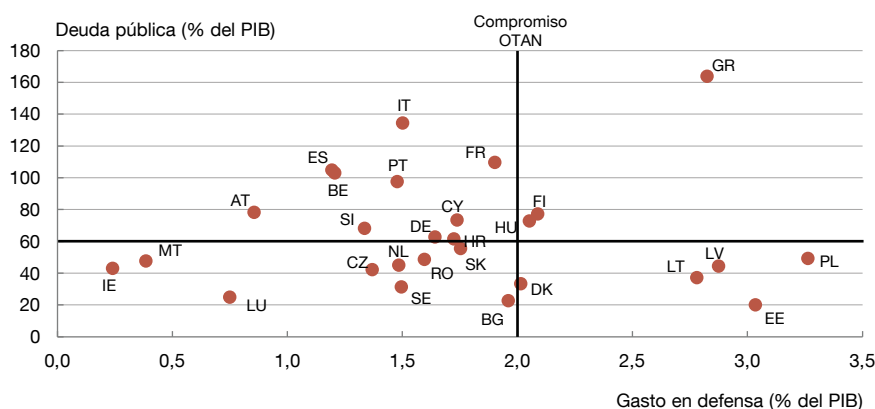
b Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

8 Los países de la UE están reforzando su gasto en defensa en respuesta a las crecientes amenazas geopolíticas

- La invasión rusa de Ucrania y el aumento de la incertidumbre acerca del futuro de las relaciones estratégicas entre la UE y Estados Unidos han puesto de manifiesto la necesidad de reforzar las capacidades militares y la industria de defensa europeas. Para abordar estos desafíos y movilizar los recursos que permitan acometer un mayor gasto en defensa, la Comisión Europea ha lanzado el plan **ReArmar Europa / Preparación 2030**. En este marco, se ha aprobado la creación de una nueva facilidad de préstamo, denominada Acción por la Seguridad de Europa, por un importe de hasta 150 mm de euros, respaldada por el presupuesto comunitario³.
- Asimismo, se ha aprobado la activación temporal —entre 2025 y 2028— de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de manera que se pueda acomodar un mayor gasto en defensa en los presupuestos nacionales. La activación de esta cláusula podría generar un espacio fiscal de unos 650 mm de euros en cuatro años —en torno al 3,6 % del PIB de la UE—. A principios de junio, la Comisión Europea, tras recibir una petición formal de once países de la UEM (Alemania, Bélgica, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Grecia, Letonia, Lituania y Portugal) y cinco extra-UEM (Bulgaria, Dinamarca, Hungría, Polonia y República Checa), ha propuesto al Consejo Europeo la recomendación de activar dicha cláusula, decisión que está pendiente de adopción.
- Debido al limitado espacio fiscal y a los elevados niveles de deuda pública de algunos países (gráfico 8.a), el plan **ReArmar Europa / Preparación 2023** cubriría, al menos en parte, las nuevas necesidades de gasto en defensa de la UE mientras se definen estrategias fiscales a largo plazo —tanto nacionales como conjuntas—⁴ para financiar un aumento permanente de dicho gasto.

Gráfico 8

8.a Nivel de deuda pública y de gasto en defensa en la UE. Año 2023



FUENTES: Agencia Europea de Defensa y Eurostat.

3 Otras medidas incluyen: i) utilizar el presupuesto de la UE a través de la revisión de la política de cohesión para reasignar fondos de programas actuales hacia nuevas prioridades, como la defensa y la seguridad; ii) ampliar la capacidad del **Banco Europeo de Inversiones** para financiar proyectos de defensa, y iii) fomentar la movilización de capital privado acelerando la implementación de la estrategia de la **Unión de Ahorros e Inversiones**.

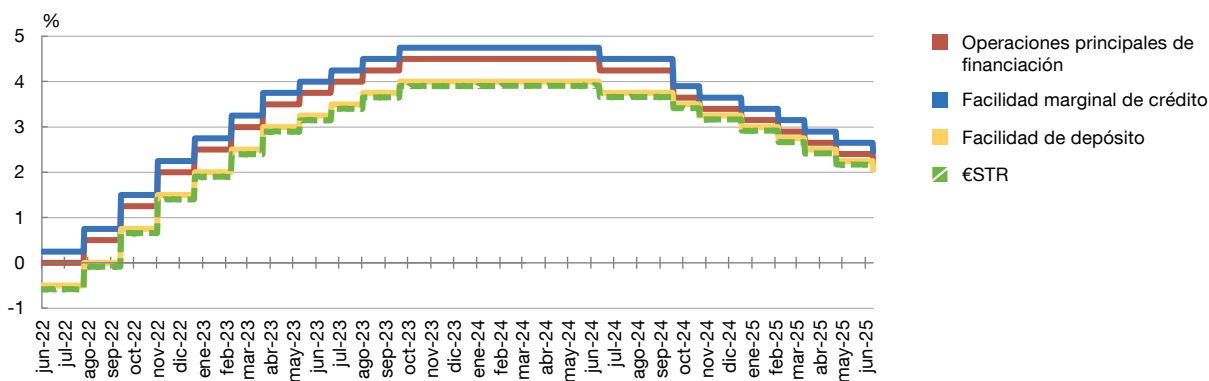
4 En este sentido, se están debatiendo distintos modelos supranacionales de financiación —como la creación de un instrumento de subvenciones y préstamos similar al NGEU o la de un Mecanismo Europeo de Defensa (MED) inspirado en el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)— que podrían ser más eficientes de cara a la provisión y financiación conjunta de un bien público europeo como es la defensa.

9 El BCE volvió a reducir los tipos de interés oficiales 25 pb en su reunión de junio

- Tras esta rebaja, el tipo de interés que guía la orientación de la política monetaria del BCE, el tipo de la facilidad de depósito, se ha situado en el 2 %, con una reducción de 200 pb desde junio de 2024 (gráfico 9.a).
- Esta decisión se ha fundamentado en la evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.
- En concreto, el Consejo de Gobierno ha señalado que la inflación se sitúa en torno al objetivo del 2 % a medio plazo. Además, la mayoría de los indicadores de inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará de forma sostenida en torno al objetivo. En cualquier caso, en la declaración de política monetaria se señala que, en un contexto de elevada incertidumbre, los expertos del Eurosistema han evaluado también algunos mecanismos mediante los que distintas políticas comerciales podrían afectar al crecimiento y a la inflación en escenarios ilustrativos alternativos. De acuerdo con este análisis, si en los próximos meses se produjera una mayor escalada de las tensiones comerciales, el crecimiento y la inflación se situarían por debajo de lo previsto en el escenario de referencia. En cambio, si las tensiones comerciales se resolvieran con un resultado favorable, el crecimiento y, en menor medida, la inflación se situarían por encima de lo previsto.
- En las próximas reuniones, el Consejo de Gobierno determinará la orientación apropiada de la política monetaria aplicando un enfoque dependiente de los datos y sin comprometerse de antemano con ninguna senda de tipos de interés, especialmente ante el contexto actual de excepcional incertidumbre.

Gráfico 9

9.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 5 de junio de 2025.

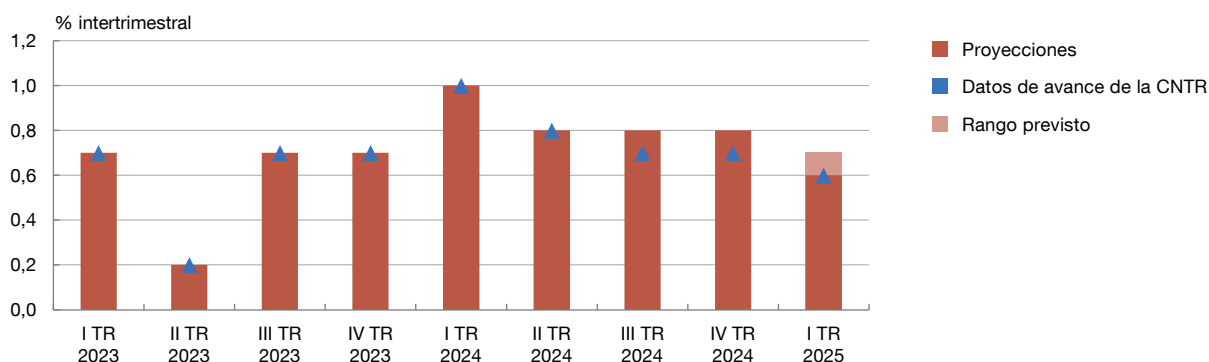
NOTA: El nuevo nivel de los tipos de interés tendrá efecto a partir del día 11 de junio.

10 La economía española se desaceleró levemente en el primer trimestre del año

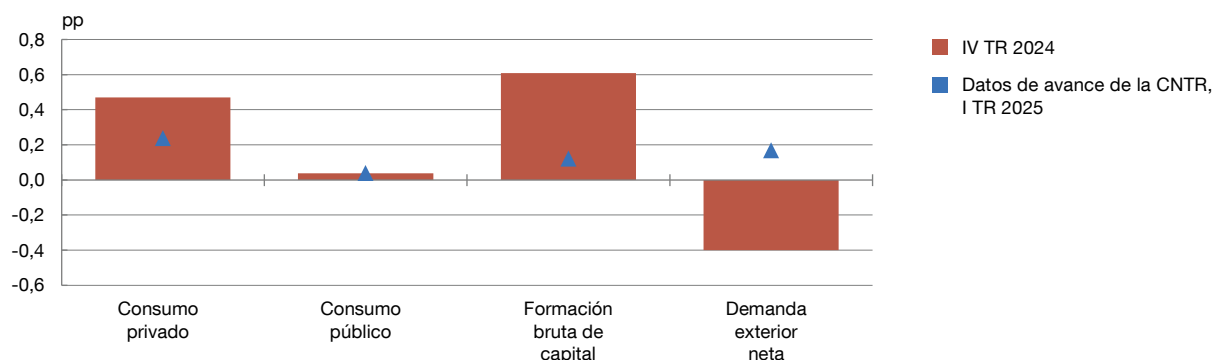
- El PIB avanzó un 0,6 % en el primer trimestre del año, una tasa que está levemente por debajo de la registrada en los dos últimos trimestres de 2024 —revisada ligeramente a la baja, hasta el 0,7 %— y que se sitúa en la parte inferior del rango de crecimiento previsto en el ejercicio de **proyecciones del Banco de España de marzo** —entre el 0,6 % y el 0,7 %— (gráfico 10.a).
- Esta ligera desaceleración de la actividad económica española respondió a una moderación de la demanda interna, cuya contribución al crecimiento (de 0,4 pp) fue muy inferior a la observada en el tramo final de 2024, especialmente en lo relativo al **consumo privado** y a la **formación bruta de capital** (gráfico 10.b). En cambio, la **demanda externa neta** pasó a tener una aportación positiva al avance del producto (de 0,2 pp), impulsada, fundamentalmente, por el vigor de las exportaciones de servicios.
- Desde la óptica de la oferta, en el primer trimestre del año destacaron el crecimiento del sector primario —del 7 %, después de contraerse a finales de 2024— y la aceleración de la actividad industrial. En cambio, el avance de la actividad se moderó en la construcción y en las ramas de servicios, especialmente en las de no mercado, donde esta se contrajo.

Gráfico 10

10.a Evolución del PIB en España



10.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: INE y Banco de España.

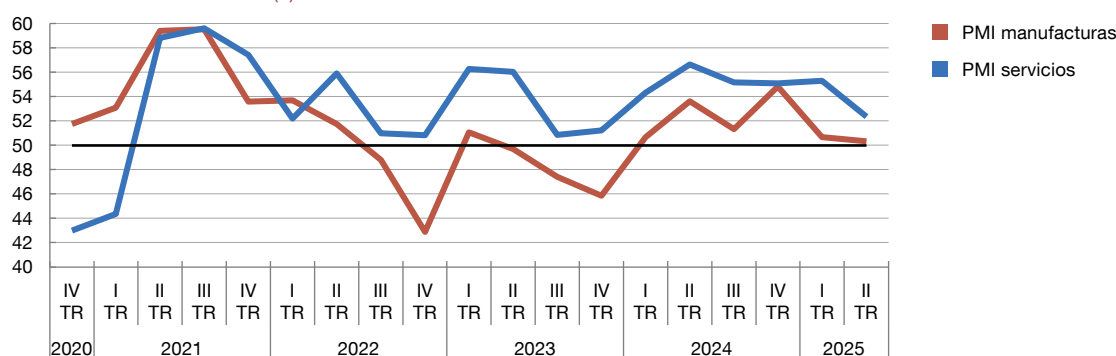


11 La información coyuntural más reciente sugiere que el PIB español seguiría expandiéndose a un ritmo relativamente robusto en el segundo trimestre

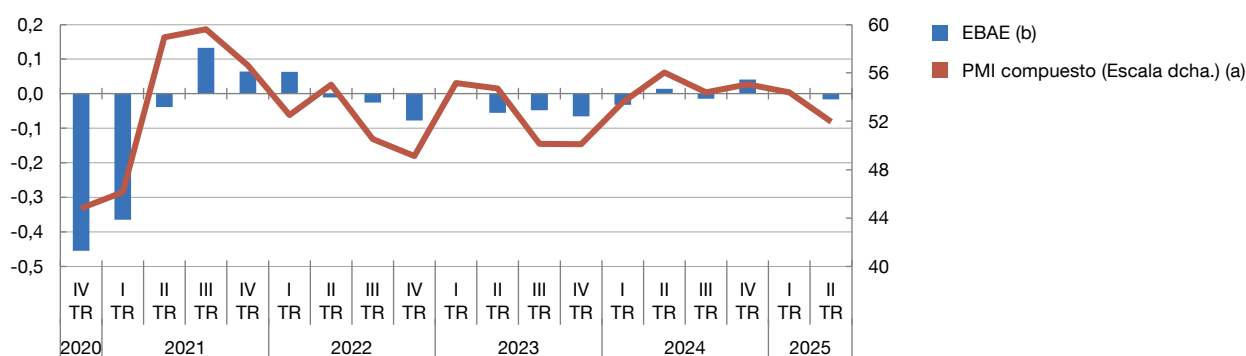
- El análisis conjunto de los distintos indicadores que ofrecen información, todavía incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el segundo trimestre del año apunta a que el avance intertrimestral del PIB en este período podría situarse entre el 0,5 % y el 0,6 %⁵; tasas que aún serían relativamente elevadas, pero que podrían implicar una nueva ralentización del ritmo de crecimiento de la economía española.
- Entre los indicadores que son coherentes con esta posible pérdida de dinamismo de la actividad en el segundo trimestre, cabe destacar los de confianza. En particular, los indicadores PMI han disminuido en España de manera continuada durante los últimos meses, tanto en los servicios como en las manufacturas (gráfico 11.a).
- Los resultados de la EBAE apuntan también en esta dirección y sugieren que la facturación de las empresas españolas se habría reducido levemente, en términos desestacionalizados, entre marzo y junio (gráfico 11.b), en un entorno en el que aumenta la incidencia negativa sobre la actividad empresarial de la incertidumbre acerca de las políticas económicas⁶.

Gráfico 11

11.a Evolución de los PMI (a)



11.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE y del PMI compuesto



FUENTES: S&P Global y EBAE (Banco de España).

a El dato del PMI del segundo trimestre de 2025 es el promedio de los meses de abril y mayo.

b Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2. Serie corregida de efectos estacionales.



5 Para más detalles, véanse las proyecciones de este documento.

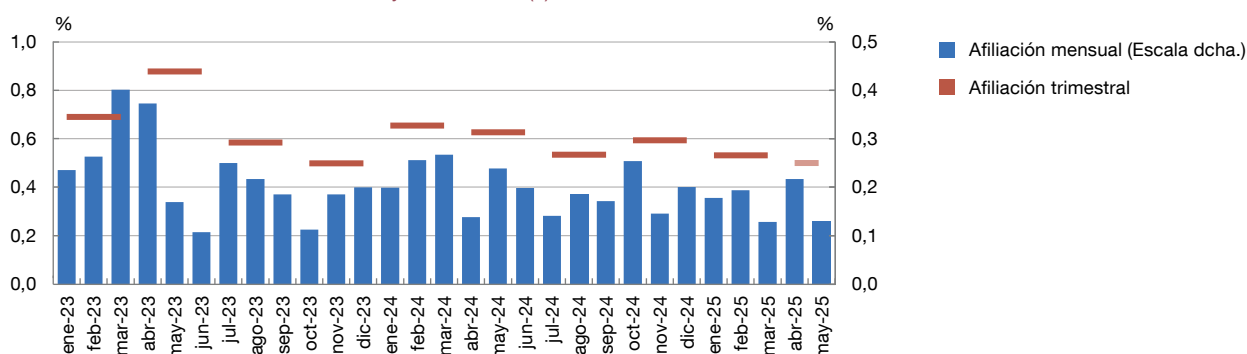
6 Fernández e Izquierdo (2025).

12 El avance del empleo parece moderarse en el segundo trimestre, en un contexto en el que los flujos de salida del desempleo se encuentran en niveles máximos desde el inicio de la recuperación en 2013

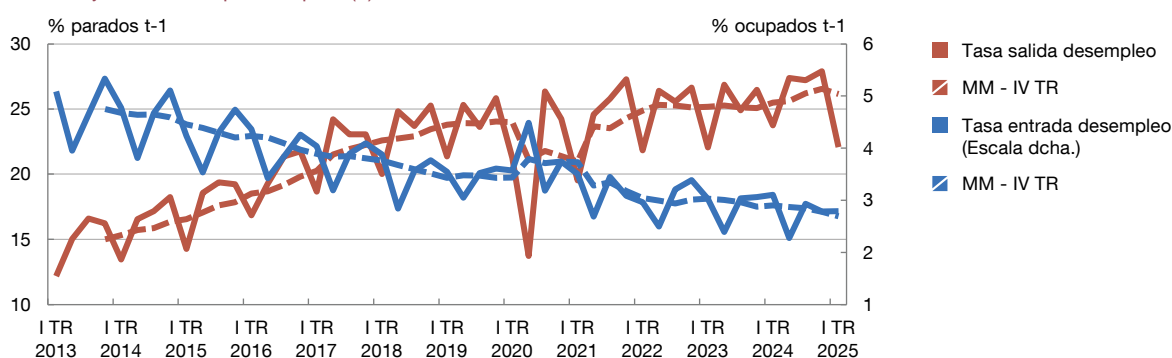
- En mayo, la afiliación a la Seguridad Social redujo su ritmo de crecimiento hasta el 0,1 % en tasa mensual desestacionalizada —tras el buen dato registrado en abril (0,2 %)—, lo que, en parte, podría estar reflejando el efecto de la Semana Santa. Para el conjunto del segundo trimestre, esta evolución anticiparía un comportamiento del empleo algo menos dinámico que el observado en los dos trimestres previos (gráfico 12.a).
- Por ramas de actividad, en los últimos dos meses ha destacado el favorable desempeño de la afiliación en los servicios, tanto en los de no mercado como en los de mercado (especialmente, en la hostelería, las actividades profesionales, las actividades financieras y el transporte). En cambio, en la industria el empleo ha experimentado un dinamismo algo menor, mientras que en la construcción ha evidenciado una cierta volatilidad.
- Por otra parte, en los últimos meses los flujos de entrada al desempleo y de salida del desempleo han seguido mostrando una evolución favorable y se mantienen cercanos a sus niveles mínimo y máximo, respectivamente, desde 2013 (gráfico 12.b). Un comportamiento que está siendo bastante generalizado por grupos demográficos —por ejemplo, según sexo, edad y nacionalidad— y que está contribuyendo al descenso de la tasa de paro en nuestro país.

Gráfico 12

12.a Afiliación total. Tasas mensuales y trimestrales (a)



12.b Flujos de desempleo/empleo (b)



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones e INE.

a Tasas mensuales y trimestrales desestacionalizadas.

b La tasa de salida del desempleo se calcula como el cociente entre el número de trabajadores que pasaron del desempleo al empleo entre los trimestres t-1 y t y el stock de parados en el trimestre t-1. De manera análoga, la tasa de entrada al desempleo es la ratio entre los trabajadores que pasaron del empleo al desempleo entre los trimestres t-1 y t y el stock de ocupados en t-1.

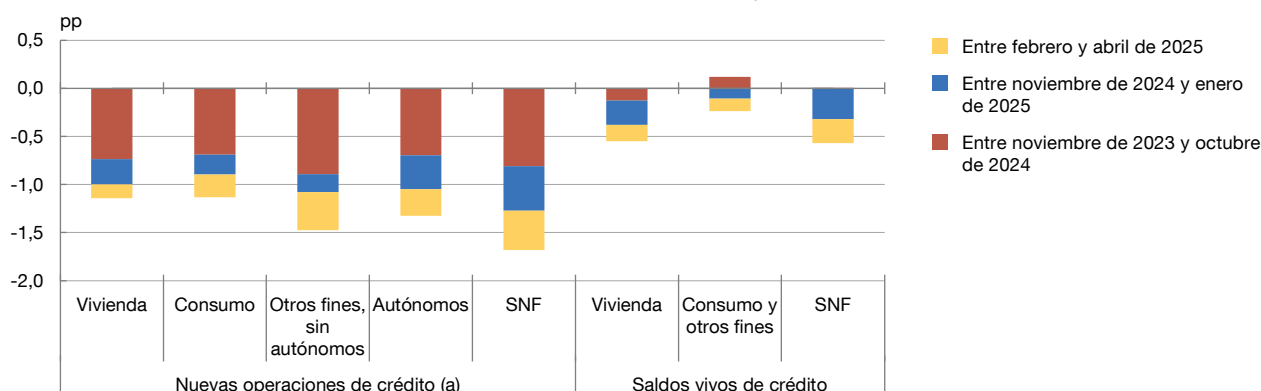


13 El abaratamiento de la financiación bancaria ha continuado impulsando la demanda de crédito

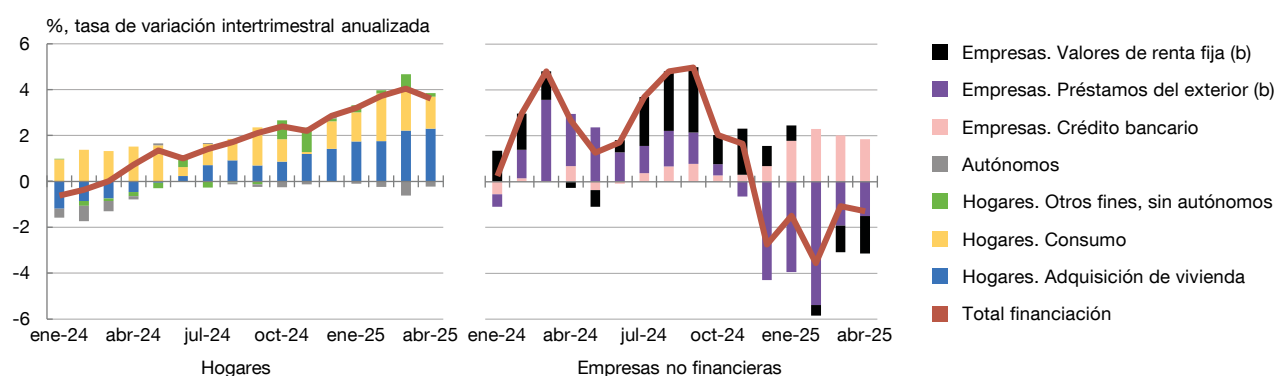
- Tanto el coste del nuevo crédito como el del conjunto de los préstamos vivos han seguido descendiendo en los últimos meses, si bien con una intensidad algo menor que en los meses precedentes en el segmento de préstamos para adquisición de vivienda (gráfico 13.a).
- En términos de cantidades, los préstamos a los hogares han mantenido una pauta de aceleración, registrando una tasa intertrimestral anualizada del 3,6 % en abril, gracias al vigor de los créditos al consumo y los destinados a la adquisición de vivienda. En cambio, los préstamos concedidos a los autónomos han continuado disminuyendo (gráfico 13.b). En el caso de las empresas, el crédito bancario se ha acelerado en los últimos meses, pero la financiación empresarial total se ha contraído en tasa intertrimestral, en un contexto de vencimientos elevados de valores de renta fija y de un posible impacto de las tensiones en los mercados y de la incertidumbre. El avance interanual de la financiación empresarial ha sido moderado, del 1,4 % en abril.
- Por otra parte, según la [Encuesta sobre Préstamos Bancarios](#), los criterios de concesión de préstamos no variaron en el primer trimestre de 2025 y la demanda de crédito volvió a aumentar de forma generalizada. Para el segundo trimestre, los bancos no prevén cambios en la oferta de crédito y esperan que la demanda siga fortaleciéndose. Las empresas también reportaron una mejora en el acceso a la financiación, de acuerdo con la [Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación](#).

Gráfico 13

13.a Variación en el coste del crédito durante la fase de normalización de la política monetaria



13.b Financiación a los hogares y a las empresas no financieras (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos desestacionalizados (y corregidos por componente irregular en los tipos de interés). Los saldos de financiación bancaria incluyen titulización.
b Los valores emitidos en el exterior se excluyen de los préstamos de no residentes y se incluyen en los valores de renta fija.

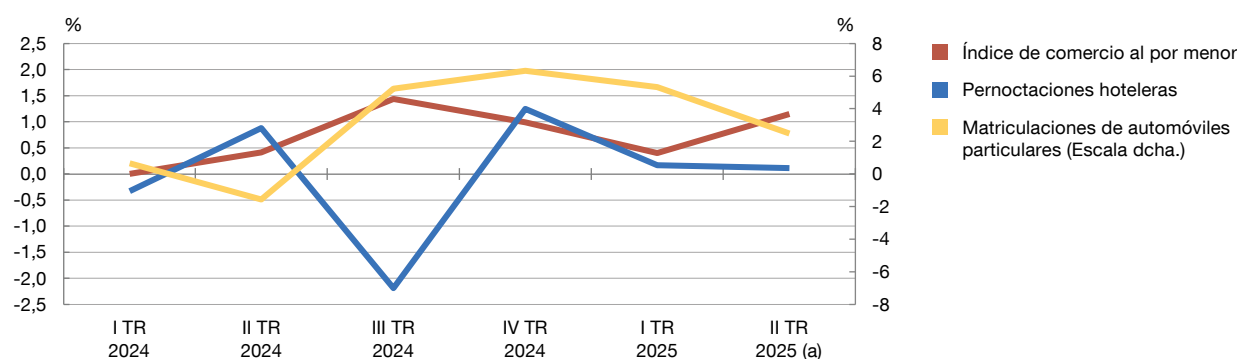


14 La incertidumbre y el deterioro de la confianza estarían incidiendo negativamente sobre el consumo, que mantendría avances inferiores a los observados en 2024

- El crecimiento del consumo privado se moderó en el primer trimestre del año, con un avance intertrimestral del 0,4 %, tras el 0,8 % de finales de 2024. Esta ralentización estaría reflejando, en cierta medida, el impacto negativo que la creciente incertidumbre y el deterioro de la confianza generan sobre las decisiones de gasto de los hogares.
- La información coyuntural más reciente sugiere que estos factores también estarían desempeñando un papel relevante en la evolución del consumo privado en el segundo trimestre. Así, la confianza de los hogares volvió a reducirse en abril tanto en lo que se refiere a la percepción de las familias acerca de la evolución actual de la economía como, sobre todo, acerca de su evolución futura.
- En línea con esta evidencia, la información relativa a la compra de bienes duraderos —una de las partidas que suelen verse más afectadas por la incertidumbre⁷— y, en particular, a las matriculaciones de automóviles particulares muestra una desaceleración hasta mayo (gráfico 14.a) que, en parte, reflejaría la desaceleración observada en València tras los repuntes asociados a la DANA⁸. Por otro lado, en abril las pernoctaciones hoteleras se mantuvieron en un nivel similar al del primer trimestre, mientras que se observó un leve repunte en el índice de comercio al por menor.

Gráfico 14

14.a Tasa de crecimiento intertrimestral de los indicadores habituales de gasto



FUENTES: Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones e INE.

NOTA: Para el segundo trimestre de 2025, la tasa de crecimiento intertrimestral se ha calculado con los datos observados del mes de abril para las pernoctaciones hoteleras y el índice de comercio al por menor y con la media del período abril-mayo para las matriculaciones de automóviles.



⁷ Para un análisis del impacto de la incertidumbre sobre el consumo, véanse Anghel, Barceló y Villanueva (2023) y Martínez-Carrascal (2023).

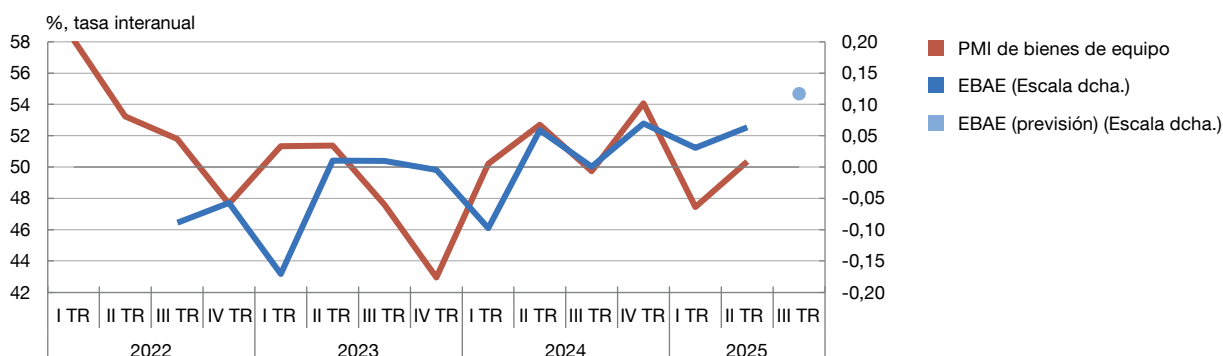
⁸ En términos interanuales, el avance de las matriculaciones hasta mayo se moderó en casi 5 pp con respecto al primer trimestre, una moderación que en su mayor parte sería achacable al menor dinamismo registrado en València.

15 Tras desacelerarse en el primer trimestre, se espera que la inversión muestre un mayor vigor relativo en los próximos meses

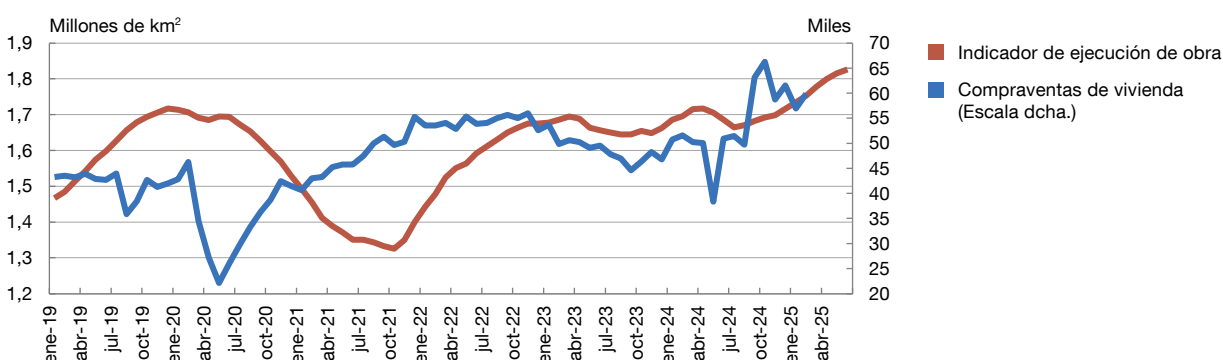
- En los últimos trimestres, el comportamiento de la inversión viene exhibiendo una considerable volatilidad. Así, por ejemplo, el ritmo de crecimiento de la formación bruta de capital fijo se aceleró de manera notable —hasta el 3,5 %— en el cuarto trimestre de 2024, para volver a desacelerarse con intensidad —hasta un avance del 1,1 %— en el primer trimestre de este año.
- De cara al segundo trimestre, los indicadores cualitativos que anticiparon —al menos parcialmente— la ralentización de la inversión en el primer trimestre sugieren ahora una cierta recuperación de esta rúbrica en los meses más recientes. En esta dirección apuntan, por ejemplo, el PMI de bienes de equipo del mes de abril y la EBAE, según la cual la inversión empresarial se recuperaría levemente en el trimestre en curso, fundamentalmente en el sector industrial, y con una mayor intensidad en el próximo (gráfico 15.a).
- En cuanto a la inversión en vivienda, el indicador de ejecución de obra continúa mostrando un elevado dinamismo en 2025, si bien las compraventas registradas se han desacelerado recientemente tras el acusado repunte que experimentaron a finales de 2024 (gráfico 15.b). Con todo, el precio de la vivienda mantiene su tendencia alcista y ha aumentado en más de un 12 % interanual en el primer trimestre del año.

Gráfico 15

15.a Indicadores cualitativos de inversión (a)



15.b Principales indicadores de la inversión en vivienda (b)



FUENTES: S&P Global, Banco de España, INE y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

- a Último dato disponible del PMI: mayo de 2025. Último dato disponible de la EBAE: segundo trimestre de 2025, previsión del tercer trimestre de 2025.
 b Último dato disponible: marzo de 2025. Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de dieciocho meses para la ejecución. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda.

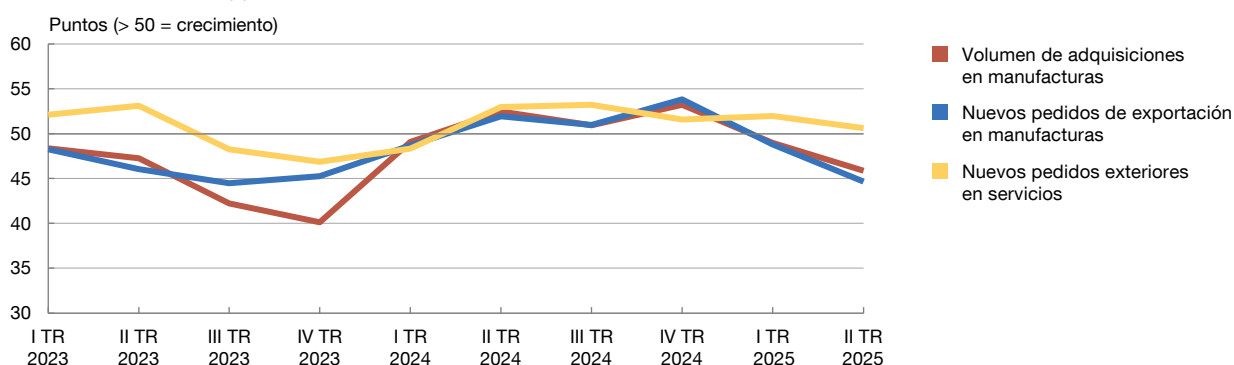


16 El sector exterior podría reducir su contribución al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, afectado por el aumento de la incertidumbre global y la escalada arancelaria

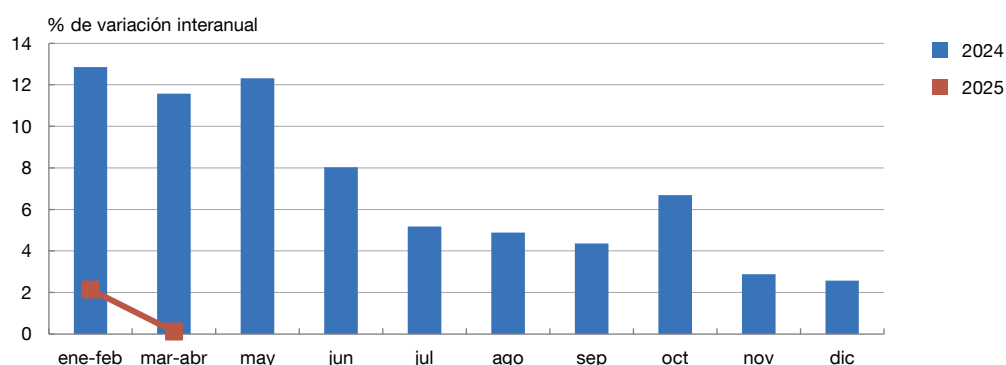
- La aportación de la demanda externa neta al crecimiento fue levemente positiva (de 0,2 pp) en el primer trimestre, debido, principalmente, al dinamismo de las exportaciones de servicios —en especial las de servicios no turísticos—, que más que compensó el leve descenso que experimentaron las exportaciones de bienes.
- En el segundo trimestre, los indicadores PMI de nuevos pedidos de exportación y de volumen de adquisiciones en manufacturas acentuaron la senda descendente del trimestre anterior, manteniéndose en terreno contractivo (gráfico 16.a). Unos desarrollos que apuntarían a la prolongación del débil comportamiento de las exportaciones de bienes en el segundo trimestre.
- En cuanto a las exportaciones de servicios, su ritmo de avance se mantendría elevado en los próximos meses, aunque este se iría haciendo progresivamente más moderado. En el caso de los servicios turísticos, las pernoctaciones hoteleras de turistas extranjeros crecieron un 4,5 % interanual en abril, aunque en el promedio de marzo-abril —para tener en cuenta la distinta ubicación de la Semana Santa en el calendario de este año— estas se mantuvieron estables con respecto al mismo período de 2024 (gráfico 16.b). Por otra parte, la caída del comercio de mercancías ante el aumento arancelario y el repunte de la incertidumbre podrían afectar negativamente a la demanda de algunos servicios no turísticos habitualmente asociados a dichos flujos —como ciertos servicios de transporte y logística—.

Gráfico 16

16.a Indicadores PMI (a)



16.b Pernoctaciones hoteleras de turistas extranjeros en España (b)



FUENTES: S&P Global e INE.

a Última observación: mayo de 2025 para manufacturas y abril de 2025 para servicios.

b Se presenta el promedio de marzo-abril por el distinto calendario de la Semana Santa (situada en marzo en 2024 y en abril en 2025).

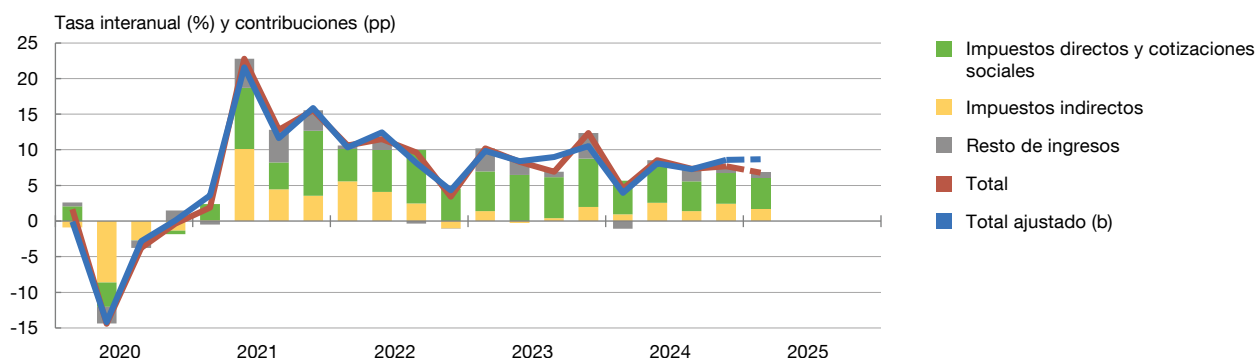


17 Los ingresos públicos continúan evolucionando de forma positiva y, ajustados de atípicos, superan el avance de los gastos

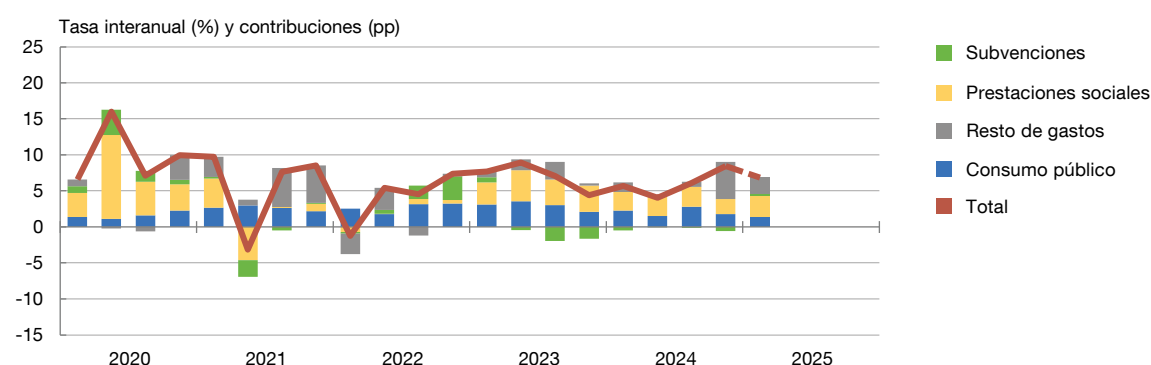
- Los ingresos públicos, ajustados de comportamientos mensuales atípicos⁹, han crecido a tasas interanuales superiores al 8 % tanto en los meses finales de 2024 como en los tres primeros meses de este año (gráfico 17.a). Por su parte, los gastos se aceleraron en los meses finales de 2024 —como consecuencia de aquellos asociados a la DANA y a diversas sentencias judiciales desfavorables a las AAPP—, pero se han moderado ligeramente a comienzos de este año (gráfico 17.b). Con todo, se estima que el déficit de las AAPP acumulado a doce meses se habría situado en el 3,15 % del PIB en marzo, estable con respecto al registrado al cierre de 2024.
- Por otra parte, de acuerdo con el primer *Informe de Progreso Anual* sobre el cumplimiento del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) para el período 2025-2028, el gasto primario neto habría crecido un 4,1 % en 2024, por debajo del 5,3 % incorporado inicialmente en el PFEMP¹⁰. Esto supondría acumular en la denominada «cuenta de control» un margen de flexibilidad adicional de 0,5 pp del PIB de cara a los próximos años¹¹.

Gráfico 17

17.a Evolución de los ingresos públicos (a)



17.b Evolución de los gastos públicos (a)



FUENTES: Banco de España e IGAE.

a Los datos del último trimestre corresponden al agregado de AAPP sin CCLL.

b Tasas ajustadas de comportamientos mensuales atípicos debidos a medidas adoptadas.



9 En febrero se concentraron el impacto de la suspensión de las contribuciones al Fondo de Garantía de Depósitos y la desaparición del primer pago de los gravámenes transitorios a entidades financieras y energéticas, lo que distorsiona las tasas observadas.

10 La Comisión Europea ha estimado el crecimiento de este «gasto neto» en España en 2024 en un 3,5 %.

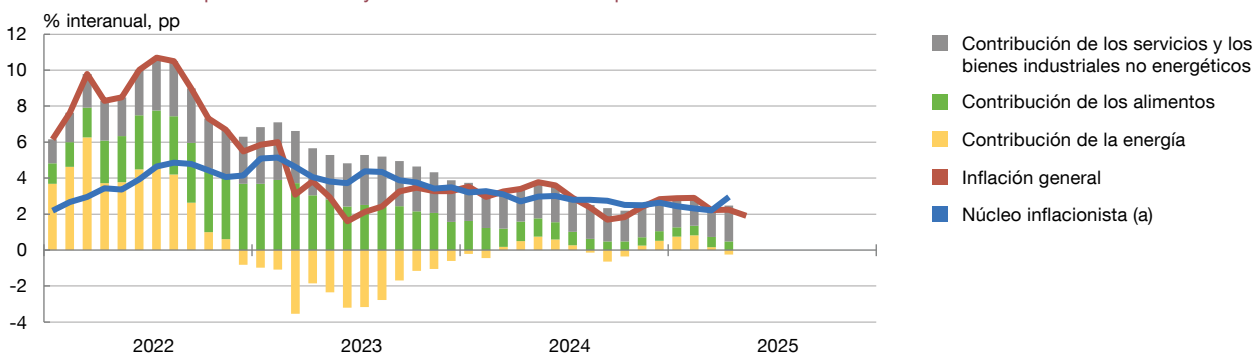
11 Las reglas fiscales europeas permiten una desviación máxima al alza, con respecto a la senda de gasto establecida en el PFEMP, de 0,3 pp del PIB por año y de 0,6 pp en el acumulado. Dichas desviaciones se registran en la denominada «cuenta de control». El dato de 2024 implicaría que la cuenta de control se situaría ese año en -0,5, pudiendo llegar eventualmente hasta un +0,6.

18 La evolución de los precios de la energía ha contribuido a reducir la inflación general en los últimos meses, mientras que la inflación subyacente sigue mostrando una mayor persistencia de la anticipada

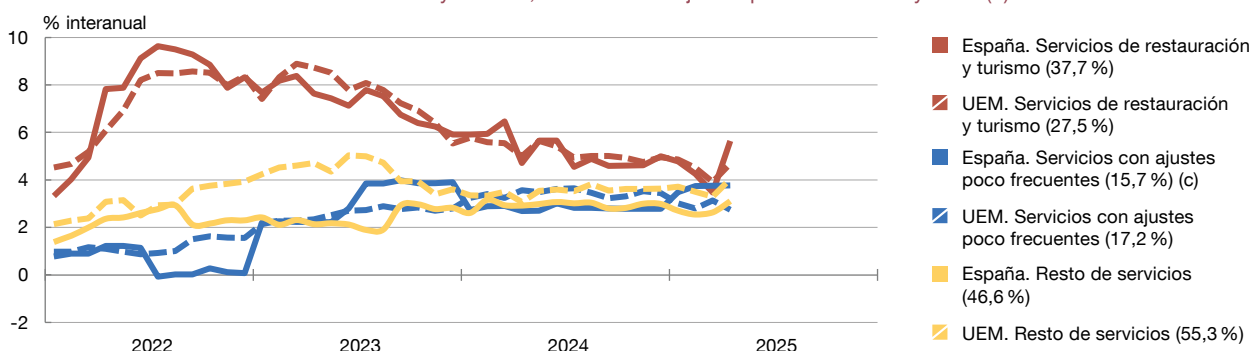
- La inflación general —medida por el IAPC— descendió en mayo hasta el 1,9 %, después de situarse en el 2,2 % en los dos meses anteriores (gráfico 18.a). Con información desagregada hasta abril, esta evolución habría reflejado, fundamentalmente, un menor dinamismo de los precios energéticos. Por su parte, los precios alimenticios moderaron su ritmo de crecimiento en abril tras varios meses de ligera aceleración.
- En cambio, la inflación subyacente —IAPC, excluidos energía y alimentos— frenó en abril el suave descenso que venía registrando en los meses anteriores y repuntó hasta un avance interanual del 3 %, 0,6 pp por encima de lo previsto. Entre sus componentes, los precios de los servicios se aceleraron con intensidad, debido, al menos en parte, al efecto calendario asociado a la Semana Santa, lo que se tradujo en incrementos significativos de precios en partidas relacionadas con el turismo (gráfico 18.b)¹². No obstante, el ritmo de crecimiento de estas partidas se reduciría en el mes de mayo. Por otra parte, los precios de los bienes industriales no energéticos continúan mostrando crecimientos interanuales reducidos (del 0,3 % en abril).

Gráfico 18

18.a Inflación en España: evolución y contribución de los componentes



18.b Inflación de los servicios: restauración y turismo, servicios con ajustes poco frecuentes y resto (b)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.

b Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación de los servicios.

c Incluye: recogida de basura, alcantarillado, servicios de telefonía y fax, cuotas por licencia y suscripciones a redes de televisión y radio, enseñanza (excluida la enseñanza no definida por nivel), seguros, comisiones bancarias y de oficinas de correos, y otros servicios no comprendidos en otras partes (excluidos los servicios funerarios).



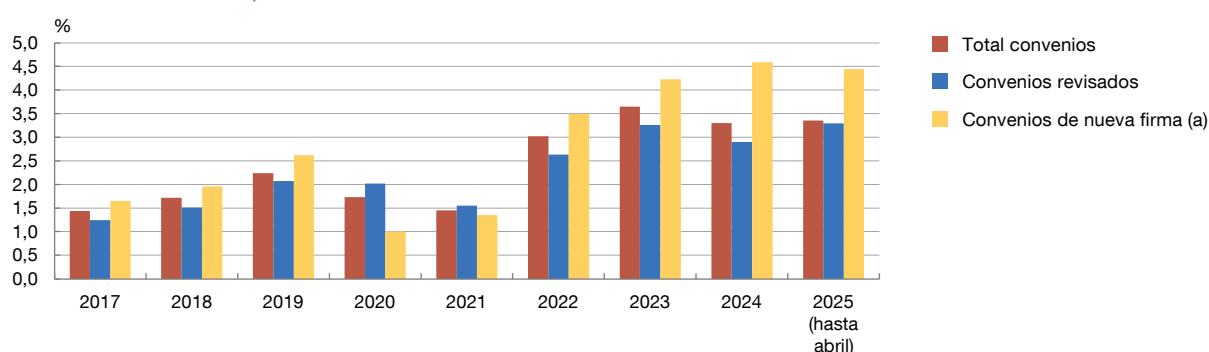
12 En abril, los incrementos interanuales más destacados en las partidas de servicios relacionadas con el turismo fueron del 13,7 % en los paquetes turísticos (16,5 pp más que en marzo), del 10 % en los servicios de alojamiento (4,8 pp más que en marzo) y del 19,3 % en el transporte aéreo de pasajeros (17,7 pp más que en marzo).

19 La remuneración por asalariado se desaceleró en el primer trimestre de 2025, aunque los costes laborales unitarios mantuvieron la tendencia creciente iniciada a finales del año pasado

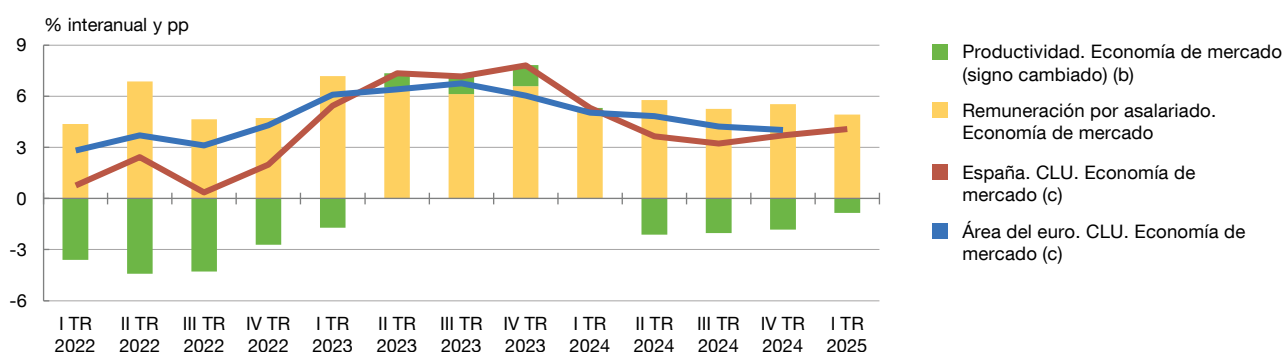
- Con información hasta abril, el incremento salarial pactado para 2025 se sitúa en el 3,4 %, ligeramente por encima del pactado para 2024 (3,3 %) y de lo acordado para 2025 en el V AENC (3 %). La mayor parte (un 95 %) de los asalariados con convenios cerrados para 2025 tienen convenios firmados en años anteriores, que incorporan un incremento salarial medio del 3,3 %. En cambio, los nuevos convenios firmados en 2025 presentan un aumento salarial del 4,4 % (gráfico 19.a).
- A pesar de este leve repunte en el incremento salarial pactado en la negociación colectiva, la remuneración por asalariado en la economía de mercado se desaceleró en el primer trimestre de 2025, al incrementarse un 4,9 % en términos interanuales, 0,6 pp por debajo de lo observado a finales de 2024 (gráfico 19.b).
- En todo caso, los costes laborales unitarios (CLU) crecieron un 4,1 % interanual en el primer trimestre, 0,4 pp más que en el último trimestre de 2024, una aceleración que reflejó un descenso en el ritmo de avance de la productividad que más que compensó la moderación del incremento de la remuneración por asalariado (gráfico 19.b).

Gráfico 19

19.a Incremento salarial pactado



19.b CLU. Economía de mercado. Evolución y contribuciones



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e INE.

a Los convenios de nueva firma hasta abril de 2025 se refieren a 430.000 trabajadores (cerca del 5 % del total de trabajadores con convenios cerrados para 2025).

b La productividad se define como VAB sobre el total de asalariados en un determinado sector.

c La variación de los CLU puede aproximarse como la suma de la variación de la remuneración por asalariado y la variación de la productividad (cambiada de signo). Por tanto, una contribución positiva de la productividad en el gráfico se interpreta como el efecto de una caída de la productividad.



20 Las presiones inflacionistas internas permanecen relativamente estables, debido a un comportamiento contenido de los márgenes empresariales

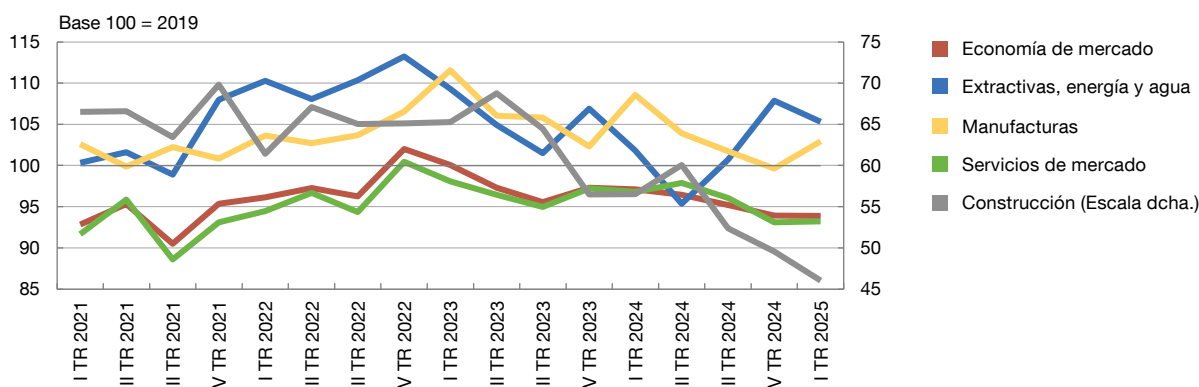
- El deflactor del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado se incrementó ligeramente en el primer trimestre del año, hasta el 1,4 %, desde el 0,9 % observado a finales de 2024. A ello contribuyó la moderada aceleración que experimentaron tanto los CLU como el excedente bruto de explotación (EBE) unitario, que, no obstante, mantuvo, por segundo trimestre consecutivo, una contribución negativa a la variación del deflactor (gráfico 20.a).
- Los márgenes empresariales, medidos como la ratio entre el EBE y el VAB de la economía de mercado, siguieron mostrando, de acuerdo con la CNTR¹³, una relativa atonía en los primeros meses de 2025 y permanecen por debajo de su nivel previo a la pandemia (gráfico 20.b). En todo caso, continúa observándose una notable heterogeneidad sectorial. Así, esta medida de los márgenes empresariales ha disminuido recientemente en los servicios de mercado y en la construcción, mientras que en la industria —tanto en la energía como en las manufacturas— los márgenes muestran una mayor volatilidad y se mantienen en niveles superiores a los observados antes de la pandemia.

Gráfico 20

20.a Deflactor del valor añadido de la economía de mercado



20.b Evolución de los márgenes empresariales (EBE / VAB) según la CNTR. Desglose por sectores



FUENTES: Banco de España e INE.



13 Para un mayor grado de detalle sobre la interpretación y evolución reciente de distintas medidas alternativas que buscan aproximar los márgenes empresariales, véase el [sitio web del Observatorio de Márgenes Empresariales](#), en el que participan el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, la AEAT y el Banco de España.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA (2025-2027)**

21 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones

- Este ejercicio de proyecciones se sustenta sobre una serie de supuestos técnicos acerca de la evolución futura de determinadas variables macroeconómicas, financieras y **fiscales**¹⁴. Su consideración conjunta ofrece un escenario más adverso para la actividad económica que el de hace tres meses, especialmente en lo relativo a la evolución de los mercados exteriores y al **incremento de la incertidumbre comercial y sobre el curso futuro de las políticas económicas**. Cabe señalar, no obstante, que algunos supuestos implican unas condiciones más favorables para la actividad que las contempladas en las proyecciones de marzo —por ejemplo, en lo referente a los precios de la energía y a las condiciones de financiación—.
- El crecimiento del PIB mundial y los mercados de exportación de España se revisan significativamente a la baja, como consecuencia de un escenario de aranceles más lesivo que el contemplado en marzo, así como por el efecto adverso de una mayor incertidumbre sobre la actividad económica a escala europea y global¹⁵. En 2025, los mercados de exportación crecerían un 2,5 %, la misma tasa que la prevista en marzo, resultado de dos factores que se contrarrestan entre sí. Por un lado, los datos del primer trimestre han revelado un comportamiento mejor que el esperado, probablemente debido a un efecto anticipación de los flujos comerciales internacionales ante la amenaza de un posible aumento arancelario. Por otro lado, se revisa a la baja el dinamismo de dichos mercados en lo que resta de este año, para compensar ese efecto anticipación y por el escenario de mayor incertidumbre ya descrito. En 2026, el crecimiento de los mercados de exportación alcanzaría un 2 % —1 pp menos de lo proyectado en marzo—, mientras que repuntaría hasta un 2,8 % en 2027 —0,1 pp menos de lo previsto hace tres meses— (cuadro 1).
- De acuerdo con los mercados de futuros, las sendas previstas para la evolución de los precios del petróleo y de la electricidad en los próximos trimestres se sitúan por debajo de las contempladas en el anterior ejercicio de proyecciones (gráfico 21). Cabe señalar, además, que en los últimos meses tanto los precios del petróleo como los de la electricidad han sido, en promedio, menores que los anticipados en marzo.
- El tipo de cambio nominal del euro se encuentra ahora más apreciado que en el anterior ejercicio de proyecciones, tanto con respecto al dólar estadounidense como en términos efectivos (cuadro 1).
- En cuanto a los tipos de interés, las expectativas de los mercados financieros apuntan a una senda de tipos a corto plazo más baja que la anticipada en el ejercicio de proyecciones previo, lo que se traduce en unas condiciones financieras más holgadas para hogares y empresas. En sentido contrario, la senda de tipos a largo plazo está ligeramente por encima de la prevista en marzo (cuadro 1).
- Además, los datos más recientes acerca de la evolución del PIB de la economía española en los trimestres precedentes implican, con respecto al ejercicio de previsiones anterior, un punto de partida distinto a partir del cual se proyectan las sendas futuras de la actividad y los precios. En particular, en ausencia de otros cambios, los **datos de avance de la CNTR** referidos al primer trimestre de 2025 y la revisión a la baja de algunas tasas de crecimiento

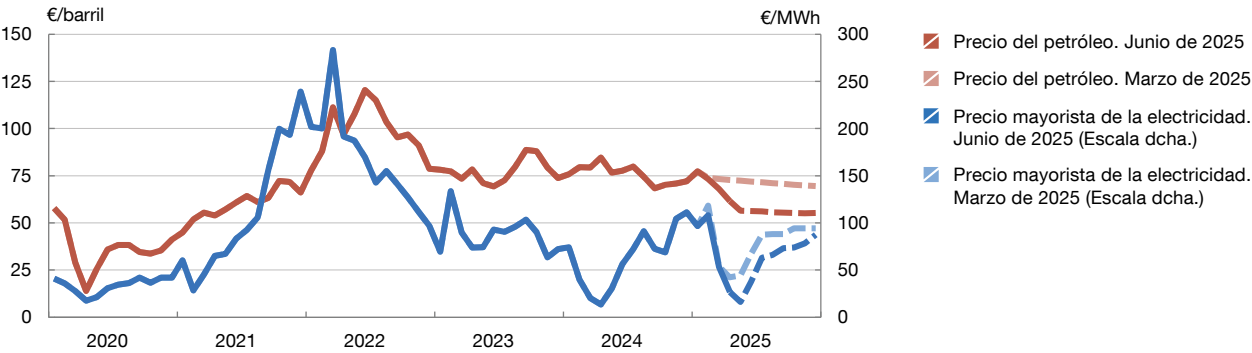
14 Con respecto a las **previsiones publicadas el pasado 11 de marzo**, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la CNTR del primer trimestre de 2025 y los de las CTNFSI del cuarto trimestre de 2024. La fecha de cierre de estas proyecciones es el 21 de mayo.

15 En particular, el contexto de política comercial contemplado en el escenario base de este ejercicio de proyecciones, coordinado con el Eurosistema, prevé un aumento de los aranceles de Estados Unidos a la UE de 10 pp —sin represalias por parte europea— y un aumento de los aranceles recíprocos entre Estados Unidos y China de aproximadamente 20 pp. El arancel de Estados Unidos sobre el resto del mundo aumentaría también 10 pp. Todo ello con respecto al escenario arancelario mundial que imperaba antes del 2 de abril, en el que ya se habían producido incrementos arancelarios significativos para algunos productos específicos, como el acero y el aluminio. Por otra parte, en el escenario base de este ejercicio de proyecciones se asume que los niveles de incertidumbre se reducirían gradualmente desde los actuales hasta situarse al final del horizonte de proyección en los de 2018 —año en el que aumentaron como consecuencia de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China desatadas durante el primer mandato del presidente Trump—.

en 2024¹⁶ supondrían, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más bajo para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB más reducida para 2025.

Gráfico 21

21.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: OMIE y Reuters.

Cuadro 1
Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

Tasas de variación anual (%), salvo indicación en contrario

		Proyecciones de junio de 2025			Diferencia entre las previsiones actuales y las de marzo de 2025 (b)		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
	2024						
Mercados de exportación de España (c)	1,5	2,5	2,0	2,8	0,0	-1,0	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	82,0	66,7	62,8	64,2	-8,2	-8,0	-4,9
Precio mayorista de la electricidad en €/MWh (nivel)	62,9	65,1	62,1	58,4	-15,7	-3,5	0,1
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,08	1,11	1,13	1,13	0,07	0,09	0,09
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	116,0	117,3	118,7	118,7	5,2	6,6	6,6
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	3,6	2,1	1,9	2,2	-0,1	-0,2	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,2	3,3	3,6	3,9	0,0	0,1	0,2

FUENTES: Banco de España y BCE.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 14 de mayo. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» de junio de 2025.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

16 En concreto, el INE ha revisado recientemente a la baja las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo, tercer y cuarto trimestre de 2024, en 0,03, 0,09 y 0,04 pp, respectivamente.

22 Se proyecta una ligera desaceleración en el ritmo de avance del PIB en los próximos trimestres

- En el primer trimestre de 2025, el PIB de la economía española avanzó un 0,6 %, tasa que se sitúa una décima por debajo de la observada en el trimestre precedente y en la parte baja del rango de crecimiento previsto en el **ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo** —entre el 0,6 % y el 0,7 %—. En esta evolución de la actividad destacó la ralentización que experimentaron tanto el consumo como la inversión, aunque la de esta última sorprendió en menor medida tras el vigoroso avance que dicha rúbrica había registrado en el cuarto trimestre de 2024.
- Los **indicadores coyunturales más recientes** sugieren que el PIB español podría expandirse entre un 0,5 % y un 0,6 % en el segundo trimestre, tasas que aún serían relativamente elevadas pero que podrían implicar una nueva ralentización en el ritmo de crecimiento de la economía española.
- De cara a los próximos trimestres, en un escenario central con un mayor nivel de aranceles y de incertidumbre que el contemplado en el ejercicio de proyecciones de marzo, se espera que la desaceleración gradual de la economía española continúe **a pesar del impulso para la actividad que podría suponer un mayor gasto en defensa e infraestructuras en la UE**. En concreto, se proyecta que el crecimiento del PIB español pase del 3,2 % en 2024 al 2,4 % en 2025, y que se sitúe por debajo del 2 % en el bienio siguiente —en el 1,8 % en 2026 y en el 1,7 % en 2027— (cuadro 2)¹⁷.

Cuadro 2

Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB

	2024	Proyecciones de junio de 2025				Proyecciones de marzo de 2025		
		2025	2026	2027		2025	2026	2027
PIB	3,2	2,4	1,8	1,7		2,7	1,9	1,7
Consumo privado	2,9	2,7	1,8	1,5		3,3	2,1	1,8
Consumo público	4,1	2,5	1,8	1,7		2,2	1,8	1,7
Formación bruta de capital	1,9	3,6	2,3	2,1		3,0	2,5	1,9
Exportación de bienes y servicios	3,1	1,9	2,3	2,7		2,9	2,9	2,9
Importación de bienes y servicios	2,4	3,0	2,8	2,7		4,0	3,5	3,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	2,7	1,9	1,6		2,9	2,0	1,7
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,3	-0,3	-0,1	0,1		-0,2	-0,1	0,0
PIB nominal	6,2	4,8	3,6	3,8		4,7	3,9	4,0
Deflactor del PIB	3,0	2,3	1,8	2,0		2,0	1,9	2,2
IAPC	2,9	2,4	1,7	2,5		2,5	1,7	2,4
IAPC sin energía ni alimentos	2,8	2,6	2,1	1,9		2,2	2,0	1,9
Empleo (personas)	2,2	2,2	1,0	1,0		1,9	1,2	1,0
Empleo (horas)	1,9	1,0	1,0	1,0		1,7	1,2	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	11,3	10,5	10,2	9,7		10,5	10,0	9,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	4,2	3,7	3,7	3,5		3,8	3,7	3,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,2	-2,8	-2,6	-2,6		-2,8	-2,6	-2,6
Deuda de las AAPP (% del PIB)	101,8	101,4	101,4	101,3		101,3	101,6	101,0

FUENTES: Banco de España e INE.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 21 de mayo de 2025. Último dato publicado de la CNTR: avance del primer trimestre de 2025.

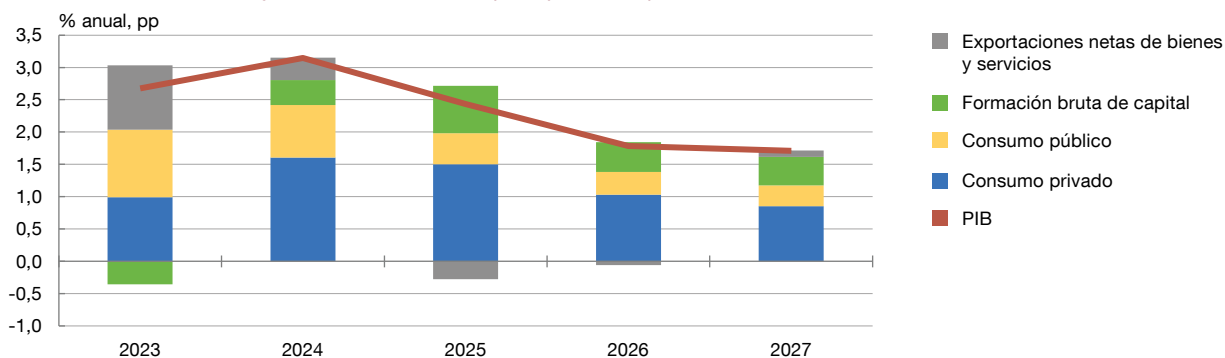
17 En este escenario, la diferencia entre el PIB real y el PIB potencial —esto es, la brecha del producto o *output gap*— sería positiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, si bien esta comenzaría a cerrarse gradualmente a partir de 2026.

23 En los próximos años, el crecimiento de la actividad económica descansaría en el dinamismo de la demanda interna

- El avance del producto en el período 2025-2027 estaría basado en el empuje de la demanda interna (gráfico 23). En particular:
 - El consumo privado sería la rúbrica con una mayor aportación al avance de la actividad, fruto de la evolución favorable que se proyecta para la renta disponible, el empleo y la población. No obstante, experimentaría una desaceleración a lo largo del horizonte de proyección, en un **contexto de considerable incertidumbre, menor confianza** y una elevada tasa de ahorro.
 - La formación bruta de capital aumentaría su contribución al crecimiento del PIB en 2025 con respecto a 2024, tras el repunte observado en esta rúbrica en el tramo final del año pasado. En 2026 y 2027 también mantendría tasas de crecimiento relativamente sólidas, en parte como reflejo del despliegue de los fondos NGEU, de unas mejores condiciones de financiación y del dinamismo de la inversión residencial.
 - El consumo público —que experimentó crecimientos notables en 2023 y 2024— moderaría su aportación al aumento de la actividad en los próximos años, de manera coherente con el supuesto habitual de crecimiento tendencial, en ausencia de medidas. No obstante, se vería impulsado por el **incremento anunciado del gasto en defensa**.
- En el lado opuesto, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sería negativa en 2025 y prácticamente nula en 2026 y 2027 (gráfico 23). En concreto:
 - Por el lado de las exportaciones, se contempla una gradual desaceleración de las llegadas de turistas internacionales. Asimismo, las exportaciones de servicios no turísticos —que han experimentado un auge notable tras la pandemia— también verían moderado su avance a lo largo del horizonte de proyección. Las exportaciones de bienes, por su parte, experimentarían una ligera contracción en 2025, **resultado del escenario comercial global y del débil crecimiento de la UEM**, y se recuperarían después, en línea con la evolución prevista para los mercados exteriores de nuestro país.
 - En lo que se refiere a las importaciones de bienes y servicios, estas se verían afectadas por el impacto de las tensiones comerciales y reducirían su ritmo de avance con respecto al ejercicio de proyecciones previo, si bien mantendrían todavía un crecimiento robusto en 2025, impulsadas por el dinamismo que han mostrado durante los últimos trimestres, y moderarían levemente su ritmo de expansión en 2026-2027, en consonancia con la senda proyectada para la inversión y las exportaciones de bienes, partidas que presentan un mayor contenido importador.

Gráfico 23

23.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



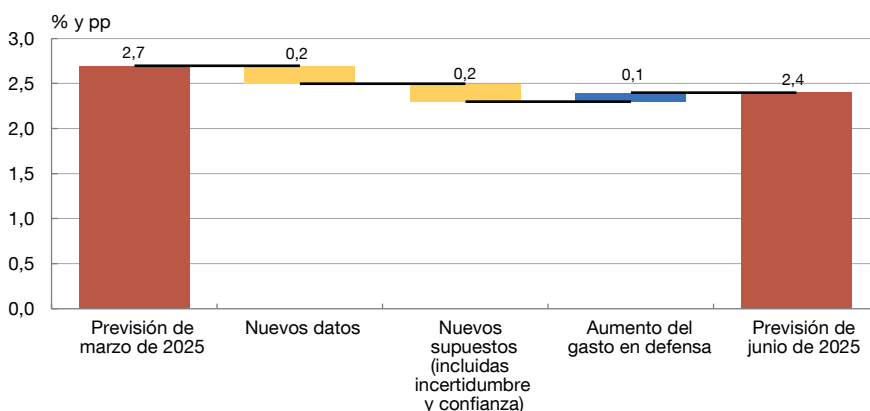
FUENTES: Banco de España e INE.

24 En relación con las proyecciones de marzo, las actuales comportan una revisión a la baja de tres décimas en la tasa de crecimiento del PIB en 2025 y de una décima en la de 2026

- El ritmo de avance de la actividad previsto para 2025 se reduce en tres décimas con respecto a lo contemplado en el ejercicio de proyecciones de marzo, desde el 2,7 % al 2,4 %, resultado de la confluencia de varios factores (gráfico 24).
 - En primer lugar, los datos de avance del crecimiento del PIB en el primer trimestre de este año, junto a la revisión a la baja de las tasas de crecimiento del producto en los tres últimos trimestres de 2024 llevada a cabo por el INE, implicarían, de manera mecánica, una reducción de la tasa de crecimiento anual del PIB en 2025 de 0,2 pp.
 - En segundo lugar, los **supuestos técnicos** del actual ejercicio de proyecciones contemplan un menor crecimiento de los mercados exteriores, como resultado del aumento de los aranceles y de la incertidumbre sobre las políticas económicas futuras a nivel global. Una incertidumbre que también ejercería un efecto adverso sobre la actividad económica interna, en la medida en que llevaría a las familias y las empresas a posponer sus decisiones de consumo e inversión. En conjunto, el impacto negativo de estos factores sobre el crecimiento de la actividad en 2025 se estima en 0,2 pp con respecto a lo contemplado en las proyecciones de marzo¹⁸.
 - Por último, en sentido contrario, se estima que el **Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa** podría suponer un impulso al alza sobre la tasa de crecimiento de la actividad en 2025 de 0,1 pp.
- En 2026, la tasa de crecimiento del PIB se reduce en una décima, hasta el 1,8%, debido a la revisión a la baja del crecimiento de los mercados exteriores y al impacto negativo sobre la actividad de unos niveles de incertidumbre de cara al futuro más elevados que los considerados hace tres meses. Estos factores adversos se verían compensados parcialmente por un mayor gasto en defensa e infraestructuras en la UE, que, de acuerdo con el ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema, podría ascender al 0,7 % del PIB en el período 2025-2027.

Gráfico 24

24.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2025



FUENTE: Banco de España.

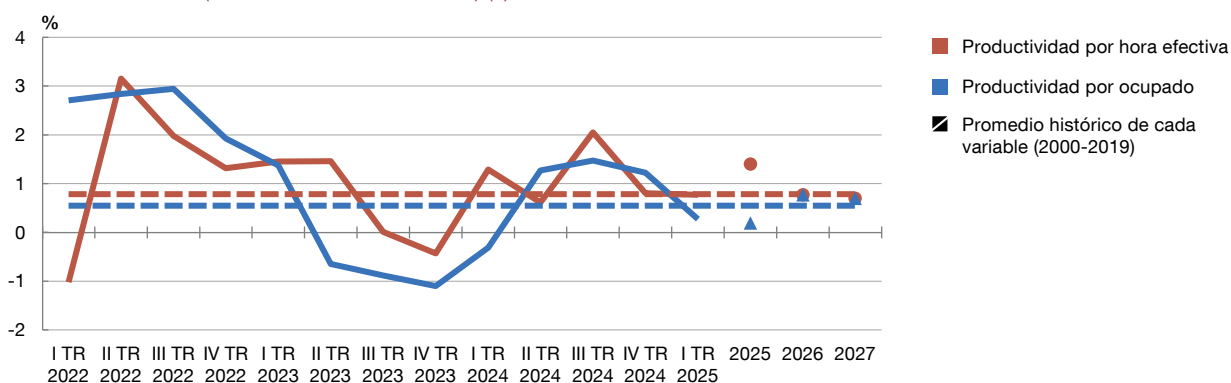
18 Por su parte, la reducción de los precios de la energía contemplada en los supuestos técnicos con respecto al anterior ejercicio de proyecciones no acarrea una revisión significativa del crecimiento del PIB a lo largo del horizonte, en un contexto marcado por la incertidumbre y la volatilidad en los mercados de materias primas, y en consonancia con la literatura que muestra que las disminuciones del precio del petróleo tienden a tener un efecto limitado sobre el PIB en dichas circunstancias. Véanse Yash P. Mehra y Jon D. Petersen. (2005). "Oil Prices and Consumer Spending". *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 91(3), pp. 53-72 y Yu Shan Wang. (2013). "Oil price effects on personal consumption expenditures". *Energy Economics*, 36, pp. 198-204.

25 La creación de empleo se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, aunque se espera que su ritmo de avance se reduzca, en línea con la ralentización de la actividad y con una cierta recuperación de la productividad por ocupado

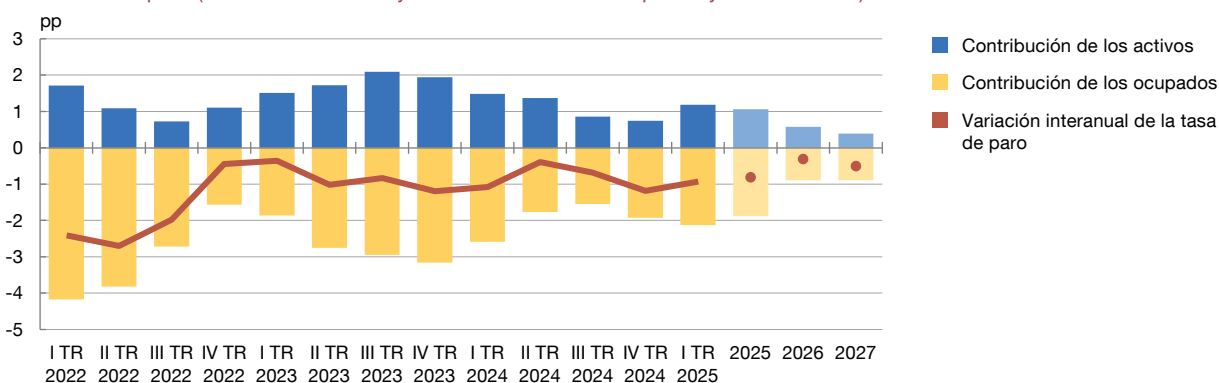
- La creación de empleo se prolongará a lo largo del período 2025-2027, aunque su ritmo de avance disminuirá a partir de la segunda mitad de este año. Así, mientras que en el conjunto de 2025 se espera un incremento del empleo —medido en términos de personas ocupadas— similar al observado en 2024 (2,2 %), este se ralentizaría en 2026 y 2027, hasta tasas del 1 % (cuadro 2).
- En relación con la productividad por ocupado, se espera un menor dinamismo en su ritmo de crecimiento en 2025 (del 0,2 %, frente al 0,9 % en 2024), en parte debido a un inicio de año en el que esta variable experimentó una notable desaceleración (gráfico 25.a). En 2026 y 2027, sin embargo, se proyecta que el crecimiento de la productividad por ocupado repunte hacia tasas coherentes con su promedio histórico (en torno al 0,7 %). La productividad por hora trabajada, por su parte, mantendría un tono positivo en 2025 y avanzaría un 1,4 %, tasa ligeramente superior a la observada en 2024 (1,2 %); en 2026 y 2027, esta variable aumentaría con arreglo a su media histórica (0,8 %).
- La tasa de paro continuará decreciendo en el horizonte 2025-2027, si bien a una velocidad algo inferior a la observada en años anteriores, dado el menor dinamismo que se proyecta para la creación de empleo. Se contempla, asimismo, una cierta desaceleración en el incremento de la población activa —variable muy influida por la evolución prevista para los flujos migratorios—. En conjunto, entre 2024 y 2027 la tasa de paro se reduciría desde el 11,3 % al 9,7 % (gráfico 25.b).

Gráfico 25

25.a Productividad (tasa de variación interanual) (a)



25.b Tasa de paro (variación interanual y contribución de los ocupados y de los activos)



FUENTES: Banco de España e INE.

a Series desestacionalizadas.

26 Se mantiene la previsión de un déficit público del 2,8 % del PIB en 2025 y del 2,6 % en el bienio 2026-2027

- Las principales novedades en los supuestos fiscales de este ejercicio de proyecciones son el compromiso de un aumento del gasto en seguridad y defensa y los datos del cierre fiscal de 2024, si bien también se incorporan algunos ajustes menores en los gastos asociados a la DANA y en los financiados con cargo al MRR.
 - El volumen de recursos del **Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa** alcanza el 0,6 % del PIB, si bien una parte importante de los mismos consiste en diversos instrumentos financieros o se han reasignado de otras partidas presupuestarias que ya estaban contempladas en el ejercicio de proyecciones de marzo. Con todo, se estima que, en términos de Contabilidad Nacional, el impacto de este plan en el saldo de las AAPP en 2025 podría ser de unas dos décimas de PIB, que se supone permanente.
 - Al cierre de 2024, el déficit público se situó en el 3,2 % del PIB, 0,2 pp por debajo de lo previsto en marzo; una desviación que responde, fundamentalmente, a la revisión a la baja que se produjo, en el tramo final del año pasado, de la evolución del gasto en consumo e inversión públicos.
 - Los supuestos sobre los gastos asociados a la DANA se mantienen prácticamente sin cambios con respecto al anterior ejercicio de proyecciones. Así, tras alcanzar 0,35 pp del PIB en 2024, ligeramente por encima de lo anticipado en marzo, se mantiene la estimación de en torno a 0,2 pp adicionales en 2025. Por otra parte, a la luz de los datos de ingresos del Estado por ayudas a la inversión en 2024 —que resultaron inferiores a lo esperado—, el gasto financiado con cargo al MRR se revisa a la baja en algo menos de dos décimas tanto en 2025 como en 2026, de modo que dicho gasto alcanzará un máximo del 1 % del PIB en ese último año.
- Con todo, la mejor situación de partida que implica el cierre fiscal de 2024 —junto con el adelanto a ese ejercicio de algunos de los pagos por sentencias judiciales que el ejercicio de proyecciones de marzo proyectaba para años posteriores— permite contrarrestar el impacto negativo sobre el saldo de las AAPP derivado del mayor gasto en defensa y del menor crecimiento económico previstos en el actual ejercicio de proyecciones. De este modo, se mantiene la previsión de un déficit público del 2,8 % del PIB en 2025 y de un 2,6 % en el bienio 2026-2027.
- La ratio de deuda pública se reduciría marginalmente desde el 101,8 % del PIB en 2024 al 101,3 % en 2027. Esta reducción, relativamente modesta, se debería, en parte, al impacto al alza sobre la deuda ocasionado por algunos ajustes déficit-deuda previstos para los próximos años, asociados fundamentalmente a las operaciones ligadas a los préstamos del MRR y, en menor medida, a los dos planes recientemente aprobados para hacer frente al aumento de los aranceles por parte de Estados Unidos y para incrementar el gasto en seguridad y defensa.
- De acuerdo con los supuestos fiscales y con la evolución macroeconómica prevista en este ejercicio de proyecciones, el gasto neto computable, variable sobre la que gravitan las nuevas reglas fiscales europeas, aumentaría un 4,8 % en 2025, 0,3 pp más de lo anticipado en marzo, debido, entre otros factores, al incremento del gasto en defensa. Esta cifra se sitúa por encima del **4,1 % contemplado por el Gobierno** y del límite del 3,7 % establecido en el PFEMP. No obstante, existe una elevada incertidumbre con respecto al cálculo de esta variable y **el Gobierno español puede solicitar a la Comisión Europea la activación de la cláusula de escape asociada al incremento del gasto en defensa**, lo que permitiría un mayor grado de flexibilidad en el cumplimiento de los objetivos del plan fiscal^{19, 20}.

19 En 2026 y 2027, el crecimiento previsto del gasto neto sería del 3,8 % y el 4 %, respectivamente, también por encima de los límites del plan fiscal —3,5 % y 3,2 %, respectivamente—. En conjunto, el incremento medio anual del gasto computable previsto en el horizonte de proyección estaría en línea con el anticipado por la AIReF y resultaría ligeramente superior al del PIB nominal —del 4,2 %, frente al 4,1 %—, lo que sería coherente con un escenario de ausencia de consolidación fiscal en los próximos años.

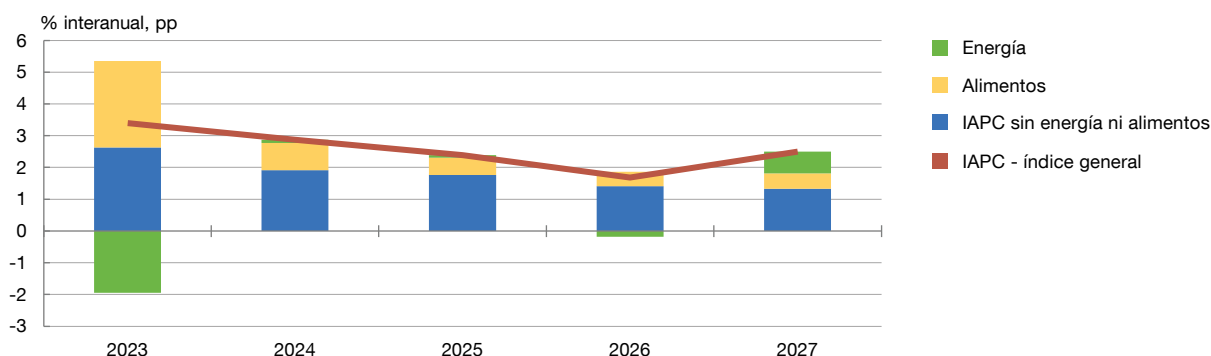
20 Las previsiones de crecimiento del gasto neto computable difieren de las del PFEMP debido al supuesto habitual de *no-policy-change*, en un contexto en el que el PFEMP carece de medidas concretas para su cumplimiento.

27 Se espera que la inflación general se acelere ligeramente en los próximos meses e inicie, tras el verano, una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 %

- En la parte transcurrida de este año, la inflación general se ha reducido desde el 2,9 % en enero hasta el 1,9 % en mayo; una desaceleración que ha estado en línea con la prevista en el ejercicio de proyecciones de marzo, pero que enmascara sorpresas en direcciones contrapuestas: a la baja en los precios de la energía y al alza en la inflación subyacente y, en especial, en los precios de los servicios.
- De cara a los próximos meses, se espera que la inflación general aumente ligeramente, hasta niveles en el entorno del 2,5 %, condicionada por el componente energético y por el fin previsto de las subvenciones al transporte público en el mes de julio. De esta forma, la tasa promedio del incremento del IAPC en 2025 se situaría en el 2,4 %, 0,5 pp menos que en 2024. Se prevé que en 2026 la inflación prolongue esta senda de desaceleración gradual, hasta registrar un 1,7 % en el promedio del año, mientras que en 2027 repuntaría hasta el 2,5 % (gráfico 27).
- Los factores que condicionarán en mayor medida la evolución de la inflación irán variando a lo largo del horizonte de proyección.
 - La moderación de la inflación general observada en 2025 vendría explicada, principalmente, por una menor contribución de los precios de consumo de los alimentos, cuyo ritmo de avance se espera que se desacelere en este ejercicio (desde el 3,6 % en 2024 hasta el 2,4 % en 2025) y que se estabilice en torno al 2 % en 2026 y 2027 —en línea con el comportamiento que vienen mostrando los precios de producción de los alimentos y con el que los mercados de futuros proyectan para los precios de las materias primas alimenticias—.
 - En 2026, en cambio, la desaceleración de la inflación general reflejaría una menor aportación de la inflación subyacente y, en particular, de la inflación de los servicios (gráfico 27).
 - Por último, el repunte de la inflación esperado en 2027 se debe, fundamentalmente, a la introducción prevista en ese año de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión en la UE²¹.

Gráfico 27

27.a Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



FUENTES: Banco de España e INE.

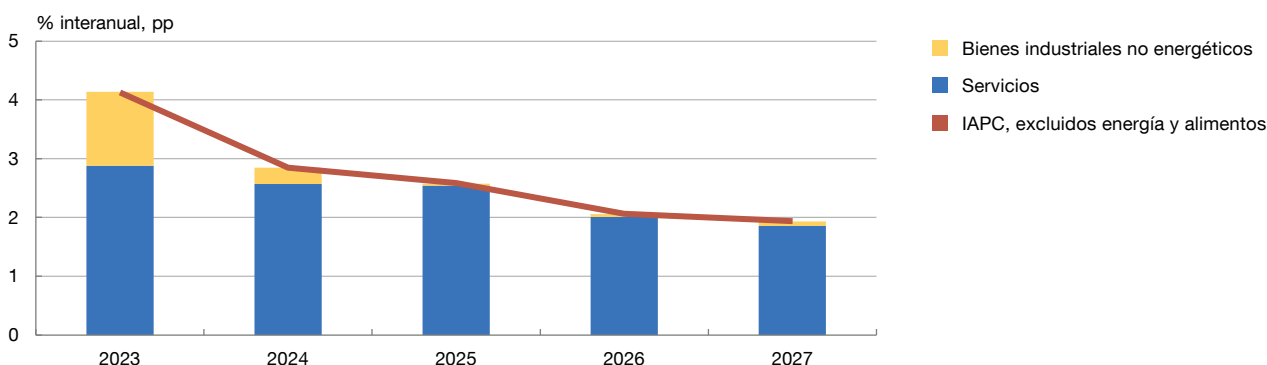
21 Dicho régimen afectará al transporte por carretera, a la calefacción de los hogares y a algunas industrias no cubiertas por el sistema actualmente en vigor (EU ETS1). Para más detalles, véase Banco de España (2024).

28 La inflación subyacente se mantendría por encima del 2,5 % a lo largo de 2025, con una persistencia mayor que la inicialmente prevista

- La **inflación subyacente** —IAPC, excluidos energía y alimentos— frenó en abril el suave descenso que venía registrando en los meses anteriores y repuntó hasta alcanzar una tasa de avance interanual del 3 %; una tasa que no se observaba desde mediados del año pasado y que se situó 0,6 pp por encima de la prevista.
- Este repunte estuvo asociado, fundamentalmente, al comportamiento de los precios de los servicios y, en particular, de algunas de las partidas más vinculadas al turismo, cuyos precios mostraron durante la Semana Santa un vigor mayor de lo esperado. Si bien una parte de este incremento de los precios de los servicios puede haberse revertido en mayo —aún no se dispone de información suficientemente desagregada—, otra parte podría reflejar mayores presiones de demanda en los servicios que las inicialmente anticipadas; unas presiones que podrían seguir contribuyendo a mantener la inflación de los servicios en tasas relativamente elevadas hasta el final del verano.
- Con todo, de cara a los próximos meses, se prevé que la inflación subyacente oscile en torno a tasas superiores al 2,5 %, de forma que, en el promedio de 2025, este componente de la inflación solo descendería levemente, desde el 2,8 % registrado en 2024 hasta el 2,6 %. En cambio, para el bienio 2026-2027, se espera una desaceleración más intensa de la inflación subyacente, hasta el entorno del 2 %, en un contexto de ralentización de la actividad, de menores presiones salariales y de moderación de los flujos turísticos (gráfico 28). Por componentes, cabe destacar lo siguiente:
 - La persistencia observada en la inflación de los servicios, en tasas cercanas al 4 %, se mantendría hasta el final del verano y, a partir de entonces, se iniciaría una ralentización gradual en dicho componente. De esta forma, el incremento medio anual de los precios de los servicios en 2025 se mantendría en el 3,7 % observado el año pasado, para descender a tasas algo por debajo del 3 % en 2026 y 2027.
 - Los precios de los bienes industriales no energéticos, que en los últimos meses han evolucionado en línea con lo previsto, seguirían manteniendo ritmos de avance muy contenidos en los próximos trimestres —con variaciones en el entorno del 0 %—, en consonancia con la senda esperada de los precios de producción de este tipo de bienes.

Gráfico 28

28.a Contribuciones al crecimiento del IAPC, excluidos energía y alimentos



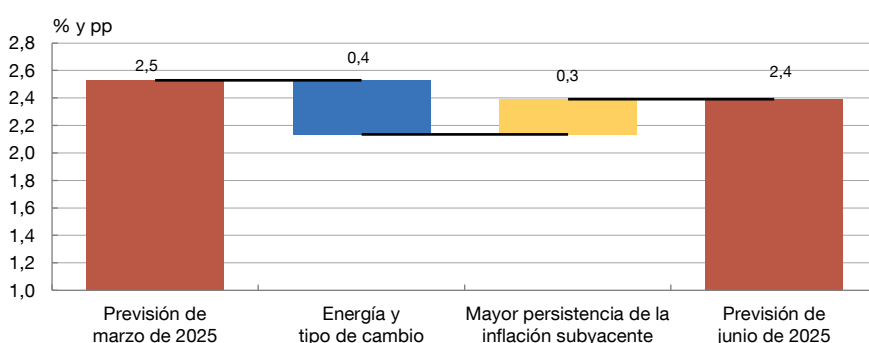
FUENTES: Banco de España e INE.

29 Las proyecciones actuales implican una leve revisión a la baja de la tasa de inflación general en 2025, mientras que no existen cambios relevantes en las tasas previstas para 2026 y 2027

- En comparación con el ejercicio de proyecciones de marzo, la tasa de inflación general prevista para 2025 se revisa una décima a la baja, desde el 2,5 % hasta el 2,4 % (gráfico 29), como resultado de dos factores que operan en sentido contrario:
 - Por un lado, la incorporación al escenario central de los menores precios de la energía observados recientemente y de la nueva senda de los precios energéticos determinada por los mercados de futuros para los próximos meses, así como de un tipo de cambio del euro más apreciado, acarrea una revisión a la baja de 0,4 pp en la tasa de inflación general de 2025.
 - Por otro lado, se prevé que el incremento de los precios de los servicios mantenga una mayor persistencia que la que se esperaba en marzo. En particular, la presión en la demanda de servicios turísticos en abril, debido a la Semana Santa, ha sido mayor que la anticipada, y se espera que dicha mayor presión se mantenga a lo largo del verano. De esta forma, el componente de servicios se revisa al alza, lo que repercute en 0,3 pp adicionales en la tasa de inflación general de 2025.
- Respecto al resto del horizonte de proyección, se mantiene inalterada la tasa de inflación general prevista para 2026 y se revisa ligeramente al alza, en una décima, la de 2027. La ausencia de cambios en 2026 enmascara una leve revisión a la baja en la inflación del componente alimenticio, que se ve compensada por un cambio al alza en los servicios —debido a la mayor persistencia que se espera ahora en este componente—. La evolución de los precios energéticos y, en particular, la senda de futuros del precio del petróleo —que contemplan, a diferencia del ejercicio de marzo, una tendencia ascendente desde principios de 2026, aunque partiendo desde niveles significativamente más bajos— constituirían el principal factor detrás de la pequeña revisión al alza de la tasa de inflación general en 2027.

Gráfico 29

29.a Cambios en la previsión de inflación en 2025



FUENTE: Banco de España.

30 Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación con la inflación

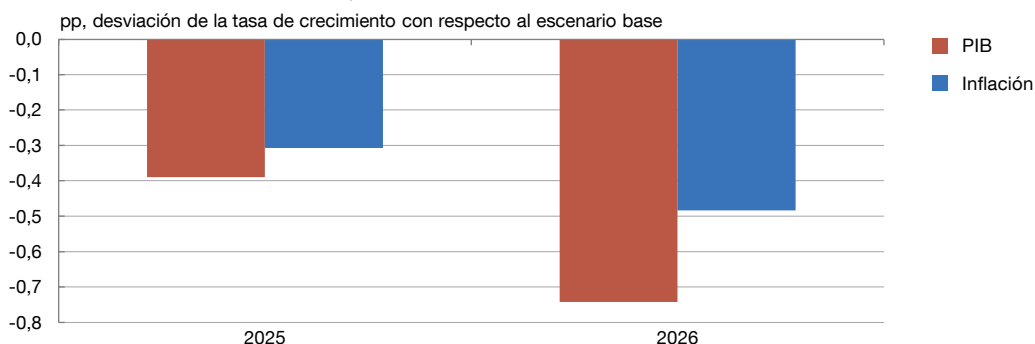
- Las tensiones comerciales y la incertidumbre sobre las políticas económicas a escala global continúan constituyendo una de las principales fuentes de riesgo externas para el desempeño de la economía española. La evolución reciente de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y algunos de sus socios —por ejemplo, Reino Unido— sugiere que existe margen para alcanzar acuerdos que fijen unos aranceles menos severos que los establecidos por la Administración estadounidense a principios de abril —en su mayoría suspendidos actualmente—. No obstante, no puede descartarse un escenario en el que las negociaciones en curso —entre Estados Unidos y la UE y otras grandes economías mundiales— fracasen o alumbren unas mayores trabas al comercio internacional que las vigentes en los últimos meses.
- Los efectos sobre el PIB y la inflación de un escenario de este tipo se detallan en la siguiente ficha de estas proyecciones. En este escenario más adverso podrían producirse, asimismo, fuertes correcciones en los mercados financieros internacionales, como las que se observaron —si bien de forma acotada en el tiempo— tras el anuncio de los llamados «aranceles recíprocos» por parte de Estados Unidos el pasado 2 de abril. En relación con esto, cabe resaltar que, en las últimas semanas, el precio de la mayoría de los activos financieros ha ido recuperando e incluso superando su nivel previo al 2 de abril, de manera que los mercados financieros siguen siendo particularmente vulnerables a las perturbaciones negativas que puedan tener lugar en los próximos meses. Todo ello en un contexto en el que la valoración de algunos activos con riesgo sigue siendo elevada desde una perspectiva histórica y en el que han repuntado tanto la rentabilidad de la deuda soberana de Estados Unidos como las dudas acerca de la situación fiscal de esta economía.
- Entre las principales fuentes de incertidumbre de naturaleza interna, cabe destacar dos. En primer lugar, los indicadores de carácter cualitativo más recientes, que recogen las expectativas presentes y futuras de los empresarios y la confianza de los consumidores, muestran algunos signos apreciables de deterioro en nuestro país, que estarían ligados, al menos en parte, al complejo contexto internacional actual y a sus posibles repercusiones sobre la economía española. La evidencia empírica muestra que estos procesos de deterioro de las expectativas tienen un efecto adverso sobre las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas, lo que resta dinamismo a la actividad económica. Si bien el escenario central de estas proyecciones ya recoge el aumento de la incertidumbre y el menoscabo de las expectativas observados recientemente, no se pueden excluir contextos de menor confianza y/o con una traslación más desfavorable de la misma sobre la actividad que los contemplados en el escenario central.
- En segundo lugar, también existe una considerable incertidumbre acerca de la magnitud y composición de los fondos del MRR y del gasto en defensa que se ejecutarán en la economía española en los próximos años, así como sobre el posible impacto macroeconómico de los mismos. A este respecto, cabe señalar que, en 2024, como en años precedentes, el volumen de ejecución de los fondos del MRR en nuestro país ha sido algo inferior al esperado. En el escenario central de estas proyecciones se sigue asumiendo una ejecución plena de todas las transferencias del MRR asignadas a la economía española. No obstante, dado que se aproxima el final de este programa europeo, esto exigirá una cierta aceleración en el despliegue de dichos fondos en 2025-2026.
- Por otra parte, el escenario central de estas proyecciones incorpora un cierto impulso fiscal asociado al Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa aprobado en abril. Más allá del volumen de fondos que finalmente se ejecute, el impacto de este plan sobre la actividad dependerá de la composición de dicho gasto, aspecto sobre el que aún no se dispone de suficiente grado de detalle. En este sentido, a partir de la información disponible en el plan y de la evidencia histórica sobre la distribución sectorial del gasto en defensa en nuestro país, el escenario central de las actuales proyecciones asume un multiplicador implícito para dicho plan de entre 0,5 y 0,6. Sin embargo, de acuerdo con estimaciones del Banco de España, este efecto multiplicador sobre la actividad podría situarse más cerca de 1 si el estímulo se concentrara, en mayor medida de lo habitual en el pasado, en bienes de inversión de origen interno.

31 Un recrudescimiento de la guerra comercial tendría un impacto adverso sobre la actividad en España y presionaría la inflación a la baja

- El escenario base de estas proyecciones contempla un resultado relativamente favorable de las negociaciones en curso entre Estados Unidos y sus socios comerciales, de forma que i) los aranceles no aumentarían con respecto a los niveles actuales —si bien estos están por encima de los vigentes antes del cambio de Administración estadounidense—, ii) la incertidumbre se reduciría gradualmente y iii) no se producirían turbulencias financieras significativas.
- No obstante, no pueden descartarse escenarios más adversos. Así, en este ejercicio de proyecciones, además del escenario central, también se contempla un escenario alternativo en el que i) los aranceles quedan fijados en los niveles anunciados por la Administración estadounidense el pasado 2 de abril, ii) se producen represalias por parte de los países afectados —que establecen aranceles de la misma magnitud que los implantados por Estados Unidos— y iii) se observa un significativo deterioro de las condiciones financieras globales y una incertidumbre más elevada²².
- De materializarse este último escenario, la economía española reduciría su tasa de crecimiento en 0,4 pp en 2025 y en 0,7 pp en 2026 con respecto a lo contemplado en el escenario base, mientras que la inflación se reduciría entre 3 y 5 décimas en dichos años (gráfico 31).
- La estimación de estos impactos está sujeta a una extraordinaria incertidumbre. Así, por ejemplo, tales impactos dependerán, entre otros factores inciertos, de la sensibilidad al precio de la demanda estadounidense de bienes, de la capacidad de las empresas españolas —y las del resto el mundo— para ajustar sus márgenes y de la posibilidad de que estas encuentren mercados de exportación alternativos o puedan recomponer su oferta de productos. En este sentido, la **última edición de la EBAE** sugiere que un 30 % de las empresas españolas se verían afectadas por el conflicto arancelario. En lo que se refiere a la potencial reacción de las empresas, un 45 % de ellas señalan que trasladarán a precios los posibles mayores costes, un 34 % planean diversificar su cadena de suministros y un 25 % contemplan abrir nuevos mercados de exportación.

Gráfico 31

31.a Efecto de los aranceles en España en un escenario adverso



FUENTE: Banco de España.

22 En particular, se considera que la incertidumbre se mantendría, a lo largo del horizonte de proyección, en unos niveles similares a los observados tras el anuncio de los «aranceles recíprocos» el pasado 2 de abril. Por otra parte, se incorpora un canal de amplificación financiera según el cual se produce un incremento de la rentabilidad de las deudas soberanas y de los diferenciales corporativos y una caída de los principales índices bursátiles mundiales de una magnitud similar a la observada entre los días 2 y 8 de abril, antes de la suspensión temporal de los «aranceles recíprocos». Es importante destacar que este canal de amplificación financiera no está incluido en el **escenario severo contemplado en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de junio**, lo que impide una comparación directa entre los impactos estimados aquí para España y los proyectados por el Eurosistema para la UEM.

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS

AAPP	Administraciones Públicas
AEAT	Agencia Estatal de Administración Tributaria
AENC	Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva
AIReF	Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal
BCE	Banco Central Europeo
CCLL	Corporaciones Locales
CES	<i>Consumer Expectations Survey</i>
CLU	Costes laborales unitarios
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral
CTNFSI	Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial
EBE	Excedente bruto de explotación
EPB	Encuesta sobre Préstamos Bancarios
EU ETS1	<i>Emissions Trading System</i>
EU ETS2	<i>Emissions Trading System for buildings, road transport and small industry</i>
FMI	Fondo Monetario Internacional
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
INE	Instituto Nacional de Estadística
IRPF	Impuesto sobre la renta de las personas físicas
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
MEI	Mecanismo de Equidad Intergeneracional
MM	Media móvil
MRR	Mecanismo de Recuperación y Resiliencia
NGEU	<i>Next Generation EU</i>
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PFEMP	Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo
PIB	Producto interior bruto
PMI	Índice de gestores de compras (<i>purchasing managers' index</i>)
RBE	Resultado bruto de explotación
SAFE	Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación (<i>Survey on the Access to Finance of Enterprises</i>)
SNF	Sociedades no financieras
TCEN	Tipo de cambio efectivo nominal
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VAB	Valor añadido bruto
mm	Miles de millones
pb	Puntos básicos
pp	Puntos porcentuales